



Index insights | Sustainable investment | Equity

ESG 開示の恩恵

日本企業の ESG スコアの改善と課題
(後編)

December 2024

AUTHORS

Atsuhito Mori

Head of Sustainable Investment, Japan
atsuhito.mori@lseg.com

Ken Hirose

Head of Japan, Index Investments Group
ken.hirose@lseg.com

Chuck Chang

Senior Research Analyst
chuck.chang@lseg.com

Written in collaboration with SGX

SGX 
Equity Derivatives



**FTSE
RUSSELL**
An LSEG Business

四半期分析

SGX と共同で執筆された本レポートは、日本のサステナビリティ基準の策定、日本の上場企業の環境・社会・ガバナンス(ESG)スコアをつかったインデックスと市場インデックスの比較、インデックス連動型 SGX FTSE Blossom Japan Index 先物の成長についてレビューしています。

当四半期の分析の主なハイライト：

- 日本と欧州企業の FTSE Russell ESG スコアのギャップは縮小し、環境スコアは同等に近づいています
- しかし、日本企業のソーシャル・ガバナンス領域における開示率は、欧州に遅れをとっています
- Blossom Japan and Blossom Sector Relative Index の両方とも、ESG ファクターのマイナス寄与が要因となり、ベンチマークである FTSE Japan All Cap Index をアンダーパフォームしました
- SGX FTSE Blossom Japan Index 先物は、日本株の ESG 指数先物の分野で引き続き世界をリードしており、市場シェアは 99%に達しています（米ドル建玉の想定元本ベース）

日本の公的年金が PRI に署名

昨年東京で開催された PRI in Person イベントで、岸田文雄首相(当時)は、少なくとも7つの日本の公的年金基金が責任投資原則(PRI)に署名することに言及しました。PRIの資料によると、今年2024年8月時点で、日本には約140の署名機関があります。

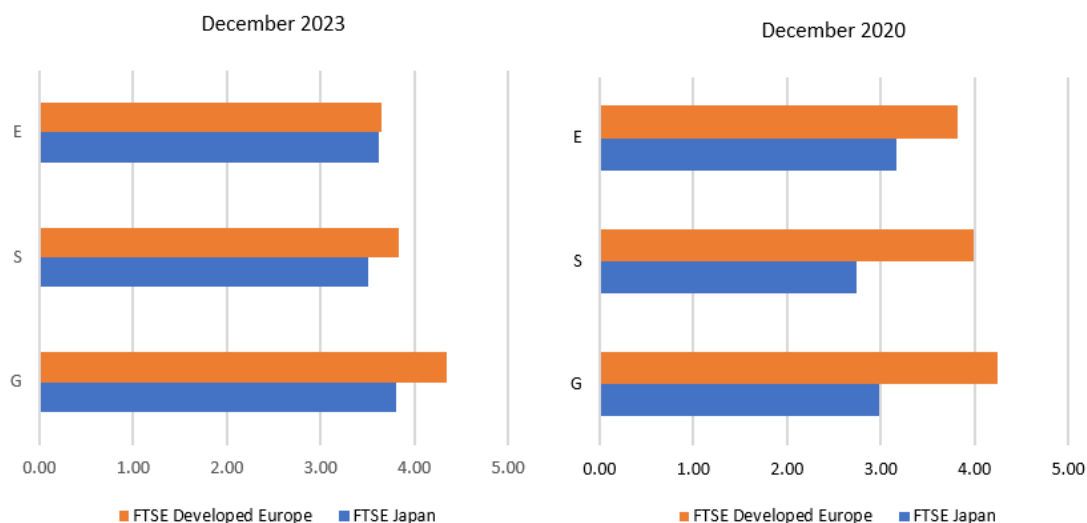
PRIは、責任投資、ESGの投資への統合、スチュワードシップ活動を奨励しています。ESGインテグレーションについては、署名機関によってその方法が異なる場合がありますが、今後、ESGインデックスへの新たな投資や資産の増加が進むことが予想されます。また、この流れは公的年金だけでなく、企業年金にも徐々に広がっていく可能性もあります。

改善を続ける日本企業の ESG スコア

[FTSE Russell ESG スコア](#)は、多くの FTSE Russell の ESG 関連インデックスの企業選定基準として使用されています。我々が2024年6月に発行したリサーチペーパー“ESG開示の恩恵（前編）”では FTSE Russell ESG スコアを使用して日本企業を分析し、以下の点について発見がありました：

- 日本企業と欧州企業との FTSE Russell ESG スコアにおける差は縮まりつつあり、環境スコアは同等に近づいています
- しかし 日本企業にとって、特にソーシャルおよびガバナンス分野では、開示率が欧州に遅れをとっているという課題が残っています

図表 1. FTSE Russell ESG スコア – December 2023/December 2020



Source: FTSE Russell ESG Scores, December 2023. The score data is weighted by market capitalisation.

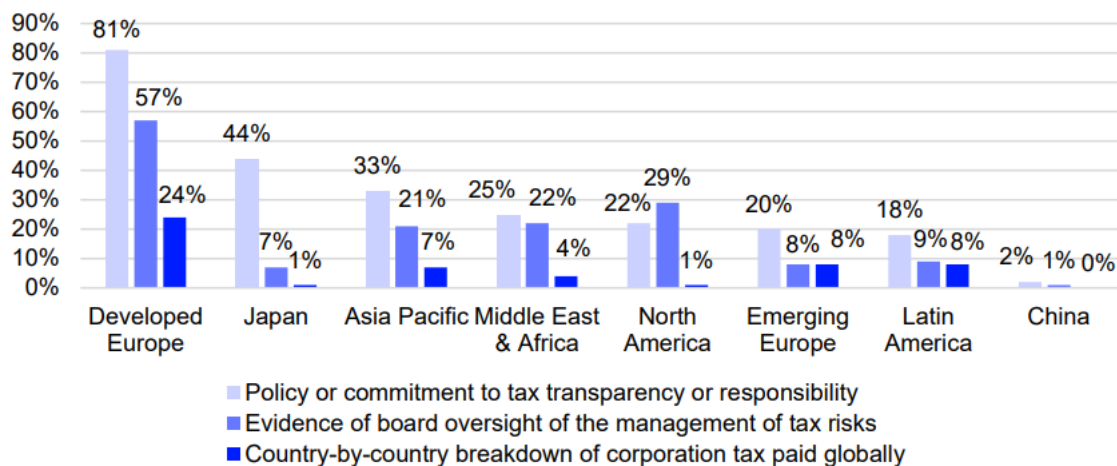
また、前回のリサーチペーパーでは、「ソーシャル」が「環境」に比べてテーマの幅が広く、企業にとって重要(またはマテリアル)とされるテーマが業界や企業活動によって大きく異なることを、ソーシャルスコアが劣っている理由として挙げました。これは、ソーシャルのインパクトを考慮することが難しいというより、企業のソーシャルにおける開示を標準化することが難しいためである可能性があることを強調しました。

日本の企業におけるガバナンス開示の問題と課題

ソーシャルスコアに関する前のセクションに続いて、ESGの柱におけるガバナンスの傾向を詳しく見てみましょう。

図表 2 は、2021年6月時点では、税務問題に関する3つのテーマすべてにおいて、日本企業の平均スコアが欧州企業よりも低かったことを示しています。例えば、日本企業は税の透明性や責任に対する方針やコミットメントについては開示率が高かったのですが、税リスクのマネジメントに対する取締役会の監督のエビデンスや、全世界で支払われる法人税の国別内訳の開示においては、欧州の先進国や他の地域を大幅に下回っていました。

図表 2. 主要な税務問題について報告した企業の割合(地域別) – June 2021



Source: FTSE Russell, June 2021.

また、コーポレート・ガバナンスについてよく聞かれる質問の1つに、「独立取締役」と「非常勤取締役」の定義があります。非常勤取締役とは、会社の従業員ではなく、会社の日常的な管理に関与していない取締役です。非業務執行取締役は「社外取締役」とも呼ばれ、日本の会社法では、会社、その子会社、またはその親会社に雇用されていない取締役です。

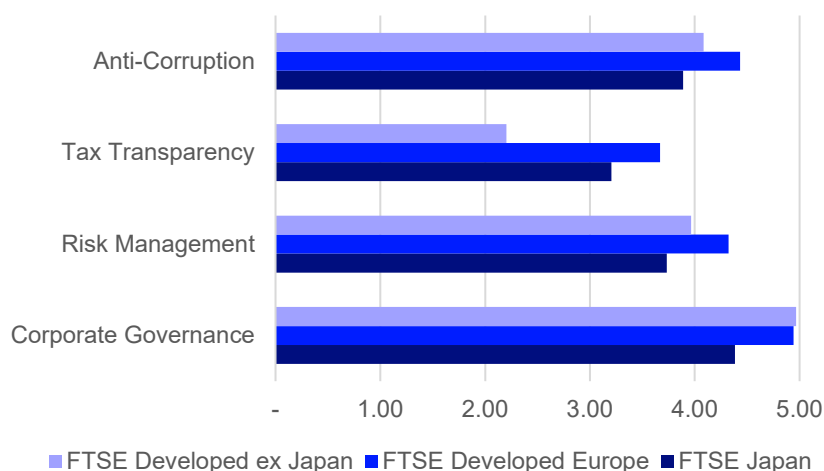
この点に関して、FTSE Russell ESG スコアの方法論における「監査委員会」および「報酬委員会」の指標について、社外監査役および社外取締役のみで構成される委員会が存在しない場合など、完全には満たしていない場合があります(多くの場合、委員会には業務執行取締役が含まれる)。

これは、日本と世界のコーポレート・ガバナンスにおける文化や規制の違いによるものかもしれません。FTSE Russell ESG スコアは、監査委員会および報酬委員会のメンバーが同委員会の完全非業務執行メンバーであるかどうかを最初の基準として評価します。次に、独立取締役の数によってスコアが決定されます。

日本のガバナンス・スコアは、過去3年間で大幅に改善

2020年12月時点では、ガバナンス・スコアには大きな違いがありました。しかし、ガバナンスの各テーマの平均スコアを示した図表3を見ると、2023年12月時点では、日本企業の平均ガバナンス・テーマスコアは欧州先進国のスコアに比べるとまだ低いものの、日本を除く先進国のスコアにかなり近づいており、税の透明性については日本を除く先進国のスコアよりはるかに高くなっています。

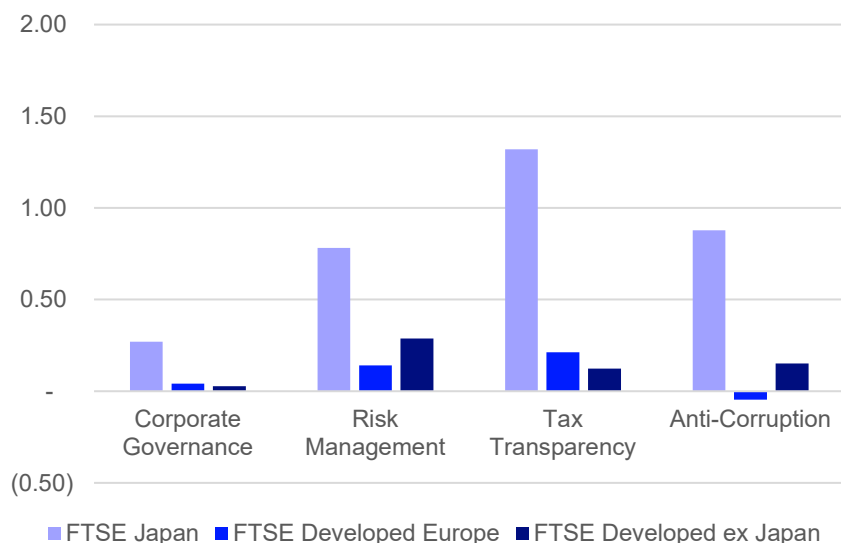
図表 3. FTSE Russell 平均ガバナンス・テーマスコア – December 2023



Source: FTSE Russell ESG Scores, December 2023. The score data is weighted by market capitalisation.

また、日本のガバナンス・スコアは、過去3年間で他国に比べて大幅に改善していることもわかりました。

図表 4. ガバナンス・スコアの改善（国別） – December 2023 vs. December 2020



Source: FTSE Russell ESG Scores, December 2023. The score data is weighted by market capitalisation.

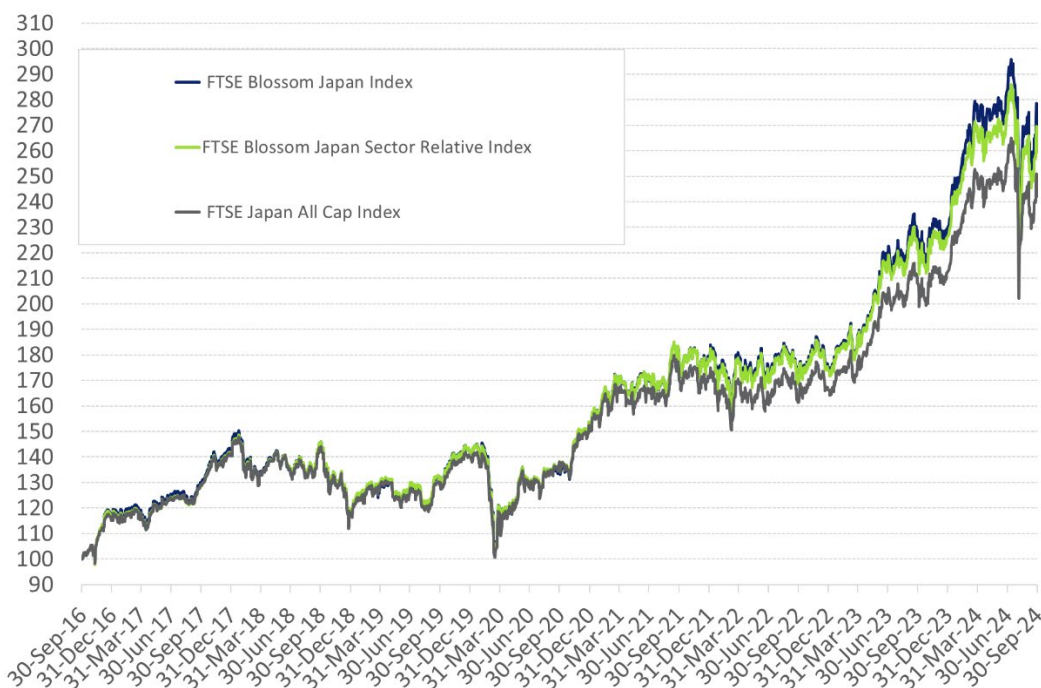
日本企業の情報開示において、これに影響を与える要因は何でしょうか?この理由の1つとして、最近の規制当局による開示の奨励と、投資を引き付けるための ESG 報告に対する意識の高まりが影響している可能性があると考えています。例えば、Blossom Japan Index においては、FTSE Russell との継続的なエンゲージメントは、FTSE Russell の ESG スコア基準の理解向上に貢献しています。

ガバナンスの開示はますます重要に

ガバナンスの面では、日本企業は欧米に近づいていますが、日本にもまだ独自のコーポレート・ガバナンスの文化があるのかもしれませんが。FTSE Russell の ESG ガバナンステーマスコアの平均値と比較すると、コーポレートガバナンス、リスク管理、腐敗防止の3つのテーマは先進国を下回っています。これら3つのテーマに関する情報開示は、改善の余地があります。

四半期リターンは対ベンチマークで マイナスも、長期リターンは引き続き ベンチマークをアウトパフォーム

図表 5. Blossom Index Series maintains long-term outperformance vs. benchmark



Source: FTSE Russell. Data as of 30 September 2024.

2023年9月期を対象とした分析レポート、[なぜ日本なのか? なぜサステナブル投資なのか? なぜ今なのか? | FTSE Russell | LSEG](#) で詳細をお伝えした通り、FTSE RussellではFTSE Blossom Japanシリーズのパフォーマンス分析にESGファクターを導入しています。その後の期間、Blossom Japan及びBlossom Japan Sector Relativeは共にESGファクターが牽引する形で一般的な市場ベンチマークをアウトパフォームし続けていました。

2024年9月期はESGファクターモデルを導入して以来、初めてBlossomシリーズが市場ベンチマークをアンダーパフォームしました。またその要因はBlossom Japan, Blossom Sector RelativeのいずれもESGファクターが主なアンダーパフォームの要因となったことが確認されています。

Blossom Japan の FTSE Japan All Cap に対する四半期のアンダーパフォーム幅は ▲184bp で、内▲243bp が ESG ファクターによるものです。また Blossom Sector Relative についても同様に、市場ベンチマークを ▲108bp、内▲128bp が ESG ファクター要因でアンダーパフォームしています。

図表 6. Attribution analysis for FTSE Blossom Japan Index (bps)

Period	Industry	Value	Quality	Volatility	Momentum	ESG	Residual	Total excess
2015/12/31 - 2024/06/28	-250	210	-157	-221	319	1,875	266	2,042
2015/12/31 - 2024/09/30	-225	199	-187	-203	266	1,632	377	1,858
Quarterly change	25	-11	-30	18	-53	-243	111	-184

Source: FTSE Russell, Data as of 30 September 2024. Data covers the period from 31 December 2015 to 30 September 2024.

図表 7. Attribution analysis for FTSE Blossom Sector Relative Index (bps)

Period	Industry	Value	Quality	Volatility	Momentum	ESG	Residual	Total excess
2015/12/31 - 2024/06/28	-45	44	-174	-75	335	1,043	-11	1,118
2015/12/31 - 2024/09/30	-28	44	-170	-69	307	915	12	1,011
Quarterly change	16	0	3	5	-28	-128	23	-108

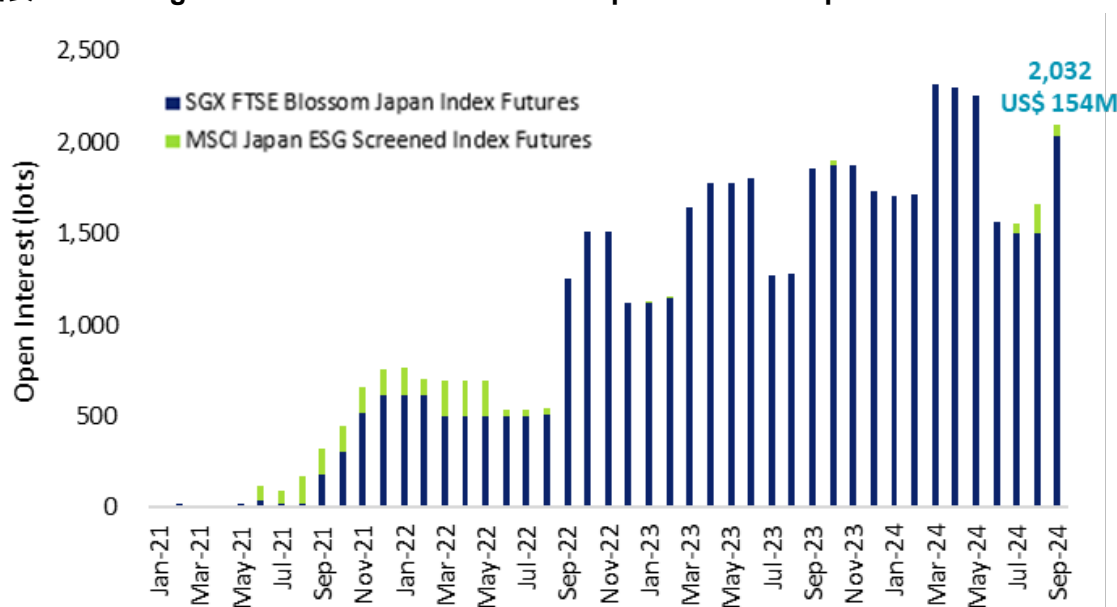
Source: FTSE Russell, Data as of 30 September 2024. Data covers the period from 31 December 2015 to 30 September 2024.

日本株市場は当該四半期において、近年稀に見るスケールのマーケットの急変に見舞われました。市場の混乱はリスク回避的な行動を呼び込み、特にそれまで市況の堅調が続いていた様なケースにおいては一旦利益を確定する様な投資行動を誘発しがちです。とはいえ、Blossom Japan は 2015 年 12 月来の累積ベースでは引き続き市場ベンチマークを +1,858bp 上回るパフォーマンスを記録しており、そのうち +1,632bp が ESG ファクターによるプラス貢献。一方の Blossom Sector Relative についても +1,011bp が累積の超過リターンで ESG ファクターが +915bp 分の貢献となっています。これらの統計的事実は、長期的視点から俯瞰すると、日本株市場における ESG ファクターの存在、及びその有効性を引き続き示唆しているものと考えられます。

SGX FTSE Blossom Japan 指数先物は日本株 ESG デリバティブ市場の中で世界最大規模を維持

SGX FTSE Blossom Japan 指数先物は、日本株の ESG 指数先物の分野で引き続き世界をリードしており、市場シェアは 99%に達しています（米ドル建玉の想定元本ベース）

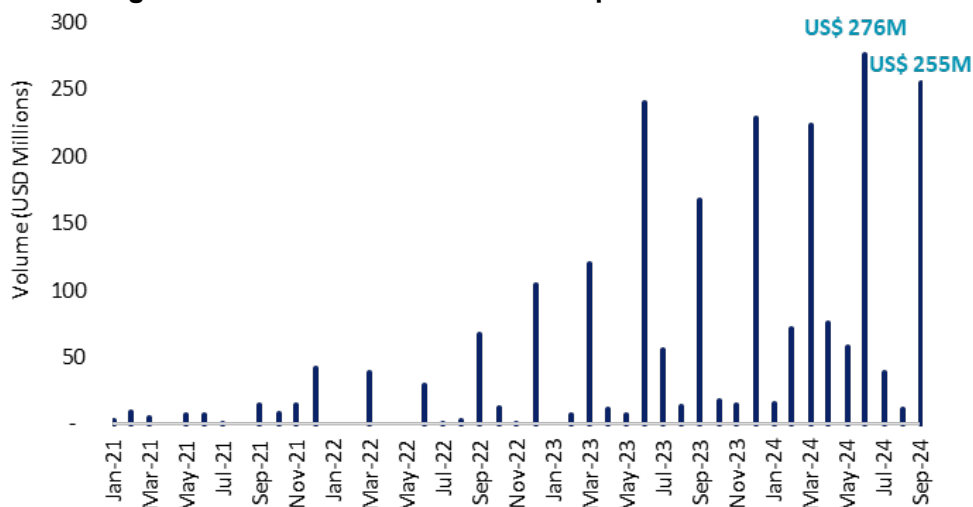
図表 8. Meaningful OI on SGX FTSE Blossom Japan vs. other Japan ESG Futures



Source: SGX. Data from January 2021 to September 2024. Past performance is no guarantee of future results. Please see end for important legal disclosures.

SGX FTSE Blossom Japan 指数先物の取引規模は本稿執筆時点において上昇傾向を続けています。また、日本株市場における配当の時期に取引量が増加する傾向も観察されています。これは同指数先物の主なユースケースの一つに、キャッシュポジションの現物再投資までの期間におけるヘッジ用途があるものと考えられます。

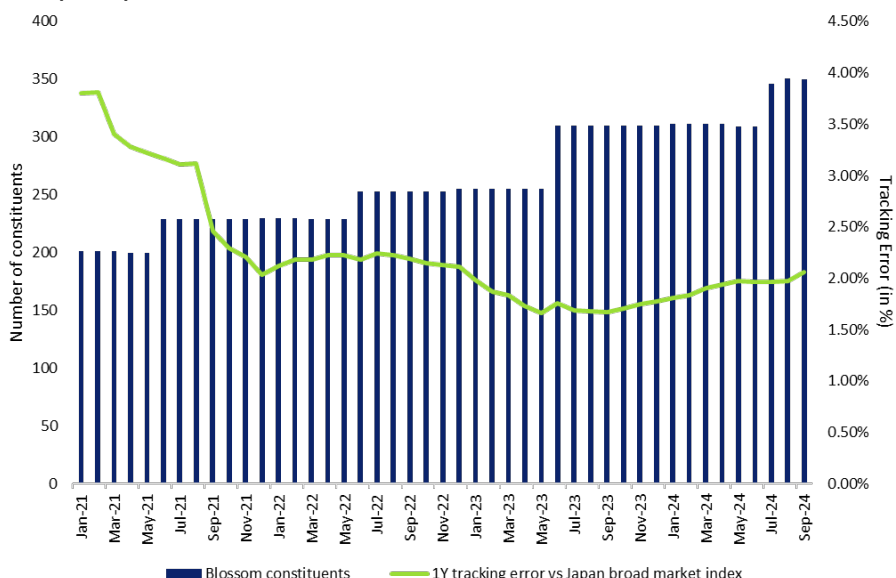
図表 9. Rising volumes of SGX FTSE Blossom Japan contract with increased adoption



Source: SGX. Data from January 2021 to September 2024. Past performance is no guarantee of future results. Please see end for important legal disclosures.

また近年の傾向として、FTSE Blossom Japan 指数の構成銘柄数が増加していることも注目に値します。日本企業の多くが環境やガバナンス等の ESG 開示を推進していることで、全体的に ESG スコアが向上していることが背景にあると考えられます。また図表 10 にある通り、Blossom Japan 指数の構成銘柄数の増加は一般的な市場インデックスに対する同指数のトラッキングエラーの縮小にも貢献している様です。Blossom 構成銘柄のバスケットは流動性も極めて高く、ブロック取引を通じてポジションを構築する向きにも与しやすいと考えられます。

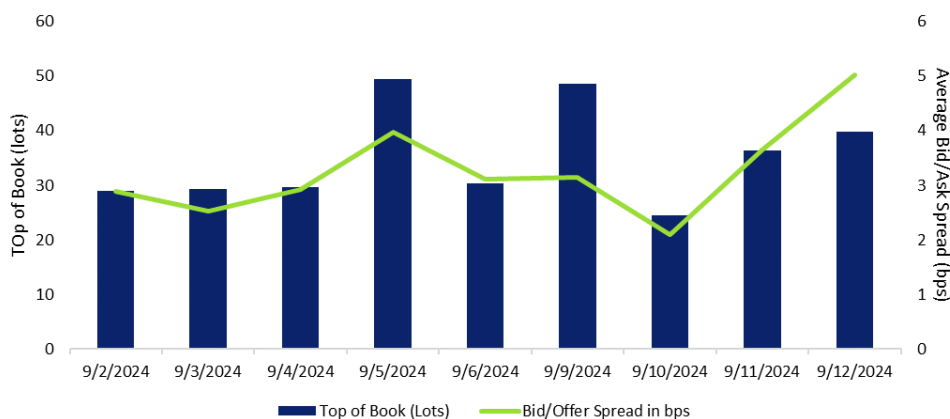
図表 10. Growing size of FTSE Blossom Japan index basket (LHS), driving tracking error (RHS) lower



Source: SGX. Data from January 2021 to September 2024. Past performance is no guarantee of future results. Please see end for important legal disclosures.

先物ポジションのロール状況は2024年9月も堅調でした。Top of bookの平均はサイズで35ロット、スプレッドで~3.4bpsとなっており、市場のボラティリティが急上昇した局面においても比較的安定的に推移したことが分かります。~95%の9月限のポジションが12月までロールされた他、ロール後で見ると8割程度が2024年12月限、2割程度が2025年3月限という状況となっています。

図表 11. Calendar roll average top of book (LHS) and bid/offer (bps)



Source: SGX. Data from January 2021 to September 2024. Past performance is no guarantee of future results. Please see end for important legal disclosures.

About Singapore Exchange (SGX Group)

We are Asia's leading and trusted securities and derivatives market infrastructure, operating equity, fixed income, currency and commodity markets to the highest regulatory standards. We also operate a multi-asset sustainability platform, SGX FIRST or Future in Reshaping Sustainability Together (sgx.com/first). We are committed to facilitating economic growth in a sustainable manner leveraging our roles as a key player in the ecosystem, a business, regulator and listed company. With climate action as a key priority, we aim to be a leading sustainable and transition financing and trading hub offering trusted, quality, end-to-end products and solutions. As Asia's most international, multi-asset exchange, we provide listing, trading, clearing, settlement, depository and data services, with about 40% of listed companies and over 80% of listed bonds originating outside of Singapore. We are the world's most liquid international market for the benchmark equity indices of China, India, Japan and ASEAN. In foreign exchange, we are Asia's leading marketplace and most comprehensive service provider for global FX over-the-counter and futures participants. Headquartered in AAA-rated Singapore, we are globally recognised for our risk management and clearing capabilities. For more information, please visit <https://regco.sgx.com/>

SGX disclaimer

This document/material is not intended for distribution to, or for use by or to be acted on by any person or entity located in any jurisdiction where such distribution, use or action would be contrary to applicable laws or regulations or would subject Singapore Exchange Limited ("SGX") and/or its affiliates (collectively with SGX, the "SGX Group Companies") to any registration or licensing requirement. This document/material is not an offer or solicitation to buy or sell, nor financial advice or recommendation for any investment product. This document/material has been published for general circulation only. It does not address the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any person. Advice should be sought from a financial adviser regarding the suitability of any investment product before investing or adopting any investment strategies. Use of and/or reliance on this document/material is entirely at the reader's own risk. Investment products are subject to significant investment risks, including the possible loss of the principal amount invested. Past performance of investment products is not indicative of their future performance. Any forecast, prediction or projection in this document/material is not necessarily indicative of the future or likely performance of the product. Examples (if any) provided are for illustrative purposes only. While each of the SGX Group Companies have taken reasonable care to ensure the accuracy and completeness of the information provided, each of the SGX Group Companies disclaims any and all guarantees, representations and warranties, expressed or implied, in relation to this document/material and shall not be responsible or liable (whether under contract, tort (including negligence) or otherwise) for any loss or damage of any kind (whether direct, indirect or consequential losses or other economic loss of any kind, including without limitation loss of profit, loss of reputation and loss of opportunity) suffered or incurred by any person due to any omission, error, inaccuracy, incompleteness, or otherwise, any reliance on such information, or arising from and/or in connection with this document/material. The information in this document/material may have been obtained via third party sources and which have not been independently verified by any SGX Group Company. No SGX Group Company endorses or shall be liable for the content of information provided by third parties (if any). The SGX Group Companies may deal in investment products in the usual course of their business, and may be on the opposite side of any trades. Each of SGX, Singapore Exchange Securities Trading Limited and Singapore Exchange Bond Trading Pte. Ltd. is an exempt financial adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) of Singapore. The information in this document/material is subject to change without notice. This document/material shall not be reproduced, republished, uploaded, linked, posted, transmitted, adapted, copied, translated, modified, edited or otherwise displayed or distributed in any manner without SGX's prior written consent. Please note that the general disclaimers and jurisdiction specific disclaimers found on SGX's website at <http://www.sgx.com/terms-use> are also incorporated into and applicable to this document/material.

ABOUT FTSE RUSSELL

FTSE Russell is a leading global provider of index and benchmark solutions, spanning diverse asset classes and investment objectives. As a trusted investment partner, we help investors make better-informed investment decisions, manage risk, and seize opportunities.

Market participants look to us for our expertise in developing and managing global index solutions across asset classes. Asset owners, asset managers, ETF providers and investment banks choose FTSE Russell solutions to benchmark their investment performance and create investment funds, ETFs, structured products, and index-based derivatives. Our clients use our solutions for asset allocation, investment strategy analysis and risk management, and value us for our robust governance process and operational integrity.

For over 35 years we have been at the forefront of driving change for the investor, always innovating to shape the next generation of benchmarks and investment solutions that open up new opportunities for the global investment community.

CONTACT US

To learn more, visit [lseg.com/ftse-russell](https://www.ftserussell.com); email info@ftserussell.com; or call your regional Client Service team office:

EMEA +44 (0) 20 7866 1810

Asia-Pacific

North America +1 877 503 6437

Hong Kong +852 2164 3333

Tokyo +81 3 6441 1430

Sydney +61 (0) 2 7228 5659

Disclaimer

© 2024 London Stock Exchange Group plc and its applicable group undertakings ("LSEG"). LSEG includes (1) FTSE International Limited ("FTSE"), (2) Frank Russell Company ("Russell"), (3) FTSE Global Debt Capital Markets Inc. and FTSE Global Debt Capital Markets Limited (together, "FTSE Canada"), (4) FTSE Fixed Income Europe Limited ("FTSE FI Europe"), (5) FTSE Fixed Income LLC ("FTSE FI"), (6) FTSE (Beijing) Consulting Limited ("WOFE") (7) Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited ("RBSL"), (8) Refinitiv Limited ("RL") and (9) Beyond Ratings S.A.S. ("BR"). All rights reserved.

FTSE Russell® is a trading name of FTSE, Russell, FTSE Canada, FTSE FI, FTSE FI Europe, WOFE, RBSL, RL, and BR. "FTSE®", "Russell®", "FTSE Russell®", "FTSE4Good®", "ICB®", "Refinitiv", "Beyond Ratings®", "WMR™", "FR™" and all other trademarks and service marks used herein (whether registered or unregistered) are trademarks and/or service marks owned or licensed by the applicable member of LSEG or their respective licensors and are owned, or used under licence, by FTSE, Russell, FTSE Canada, FTSE FI, FTSE FI Europe, WOFE, RBSL, RL or BR. FTSE International Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority as a benchmark administrator. Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority as a benchmark administrator.

All information is provided for information purposes only. All information and data contained in this publication is obtained by LSEG, from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human and mechanical inaccuracy as well as other factors, however, such information and data is provided "as is" without warranty of any kind. No member of LSEG nor their respective directors, officers, employees, partners or licensors make any claim, prediction, warranty or representation whatsoever, expressly or impliedly, either as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability of any information or LSEG Products, or of results to be obtained from the use of LSEG products, including but not limited to indices, rates, data and analytics, or the fitness or suitability of the LSEG products for any particular purpose to which they might be put. The user of the information assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the information.

No responsibility or liability can be accepted by any member of LSEG nor their respective directors, officers, employees, partners or licensors for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to any inaccuracy (negligent or otherwise) or other circumstance involved in procuring, collecting, compiling, interpreting, analysing, editing, transcribing, transmitting, communicating or delivering any such information or data or from use of this document or links to this document or (b) any direct, indirect, special, consequential or incidental damages whatsoever, even if any member of LSEG is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of, or inability to use, such information.

No member of LSEG nor their respective directors, officers, employees, partners or licensors provide investment advice and nothing in this document should be taken as constituting financial or investment advice. No member of LSEG nor their respective directors, officers, employees, partners or licensors make any representation regarding the advisability of investing in any asset or whether such investment creates any legal or compliance risks for the investor. A decision to invest in any such asset should not be made in reliance on any information herein. Indices and rates cannot be invested in directly. Inclusion of an asset in an index or rate is not a recommendation to buy, sell or hold that asset nor confirmation that any particular investor may lawfully buy, sell or hold the asset or an index or rate containing the asset. The general information contained in this publication should not be acted upon without obtaining specific legal, tax, and investment advice from a licensed professional.

Past performance is no guarantee of future results. Charts and graphs are provided for illustrative purposes only. Index and/or rate returns shown may not represent the results of the actual trading of investable assets. Certain returns shown may reflect back-tested performance. All performance presented prior to the index or rate inception date is back-tested performance. Back-tested performance is not actual performance, but is hypothetical. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect when the index or rate was officially launched. However, back-tested data may reflect the application of the index or rate methodology with the benefit of hindsight, and the historic calculations of an index or rate may change from month to month based on revisions to the underlying economic data used in the calculation of the index or rate.

This document may contain forward-looking assessments. These are based upon a number of assumptions concerning future conditions that ultimately may prove to be inaccurate. Such forward-looking assessments are subject to risks and uncertainties and may be affected by various factors that may cause actual results to differ materially. No member of LSEG nor their licensors assume any duty to and do not undertake to update forward-looking assessments.

No part of this information may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without prior written permission of the applicable member of LSEG. Use and distribution of LSEG data requires a licence from LSEG and/or its licensors.

The information contained in this report should not be considered "research" as defined in recital 28 of the Commission Delegated Directive (EU) 2017/593 of 7 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council ("MiFID II") and is provided for no fee.



**FTSE
RUSSELL**
An LSEG Business