



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
(前編)

June 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 と共同で執筆した本レポートは、日本のサステナビリティ基準の策定、日本の上場企業の ESG パフォーマンスと市場別インデックスの比較、インデックス連動型 SGX FTSE Blossom Japan インデックス先物の成長状況をレビューしています。

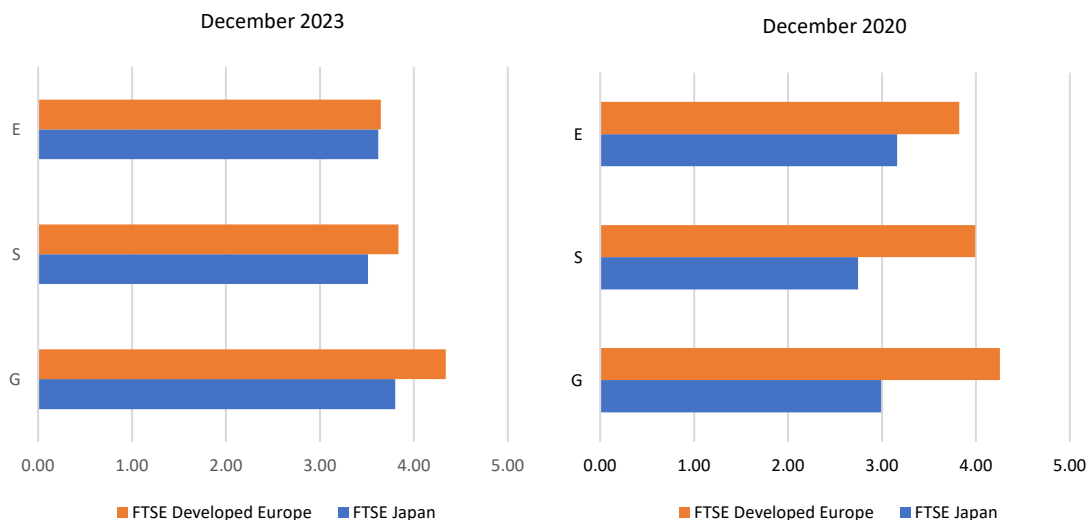
当四半期の分析の主なハイライト:

- 日本企業と欧州企業の (FTSE Russell ESG スコアで測定した) ESG パフォーマンスの差は縮小し、E すなわち環境スコアはほぼ同等に近づいている
- しかし、日本企業の S すなわちソーシャル領域での開示率は、欧州に遅れをとっており、課題が残っている
- SGX FTSE Blossom Japan インデックス先物の建玉は、引き続き日本の ESG デリバティブ市場をリードしており、Blossom インデックス・ファミリーも市場全体に対して大幅なアウトパフォーマンスを継続

日本企業の ESG スコアが向上

日本の公的年金基金であり、運用資産残高 (AuM) で世界最大の年金基金である GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) は、2017 年以降、パッシブ ESG 投資を大幅に増やしています。こうした増加は、より緩やかではありますが、日本の機関投資家の間でも広く見られています。2023 年 8 月のレポート「[貯蓄からサステナブル投資へ](#)」では、FTSE Blossom Japan Index シリーズの構成銘柄が年々増加傾向にあることを取り上げました。このシリーズは、必要な ESG プラクティスを実証している日本企業のパフォーマンスを測定することを目的としており、FTSE Russell が実施する企業の ESG スコアを基準として、同インデックスへの選択条件に照らして実施されます。下記の図表 1 は、日本市場の継続的な進化を背景に、日本企業が取得した 2023 年の ESG スコアを、欧州の企業が取得したスコアと比較して調査しました。2020 年に実施した調査では、欧州企業は日本企業を大きく上回りました。それでは、この状況はどの程度変化したのでしょうか。

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



Source: FTSE Russell ESG Scores, June 2024. The Score data is weighted by market capitalisation.

図表 1 は、2023 年と 2020 年の ESG の各ピラー (E、S、G) を日本と欧州 (先進国) の平均スコアで比較したものです。これを見ると、2つの重要な事実が浮かび上がってきます:

1. 日本企業の ESG スコアは過去の 3 年間で大幅に改善し、欧州企業平均に近づいている
2. 欧州企業と比較して、E はほぼ追いついてきたが、S と G においてはまだ差がある

投資家エンゲージメントの高まりとコーポレートガバナンス施策により、日本企業の開示率は上昇

上記の FTSE ESG スコアの比較から浮かび上がった 2 つの事実の背後にある要因にはどのようなものがあるのでしょうか？

日本と欧州企業の環境スコアの格差が大きく縮まったのは、グリーンウォッシング関連の規制が全般的に強化されたことが大きな要因である可能性があります。欧州は ESG 導入において世界で最も先進的な市場であると一般的に認識されていますが、それにしても 2020 年から 2023 年にかけて日本の平均 ESG スコアが上昇している一方、欧州の平均 ESG スコアは停滞しました。これは、さまざまな規制やイニシアチブに盛り込まれた ESG 指標とパフォーマンスの定義を厳格化したことで説明できます。それでも、日本企業の平均スコアが大幅に向上したことは、それ自体が注目に値します。その要因の一つは、GPIF による ESG 投資の推進などに後押しされた日本企業の ESG 開示率の上昇にあると考えられます。また 2021 年 6 月に東京証券取引所が公表したコーポレートガバナンス・コードの改訂により¹、すべての上場会社に対してサステナビリティ基本方針や関連情報の開示が促されました。Blossom インデックスに組み入れられることは、パッシブ投資の誘致を目指す日本企業にとって大変望ましいことです。そのため、GPIF のパッシブ ESG 投資やエンゲージメント活動が増加していることもあって、日本企業による ESG 情報の開示が増えています。

図表 1 のスコアは、時価総額加重平均に基づいています。しかし、このウェイト付けがなくなると、欧州企業と日本企業のスコア格差は拡大します。つまり、日本の国際的な大手企業は ESG 情報の開示に積極的である一方、国内企業や中小型株では開示率にはまだ開きがあります。

¹ [コーポレートガバナンス・コード改訂版の公表について | 日本 取引所グループ](#)

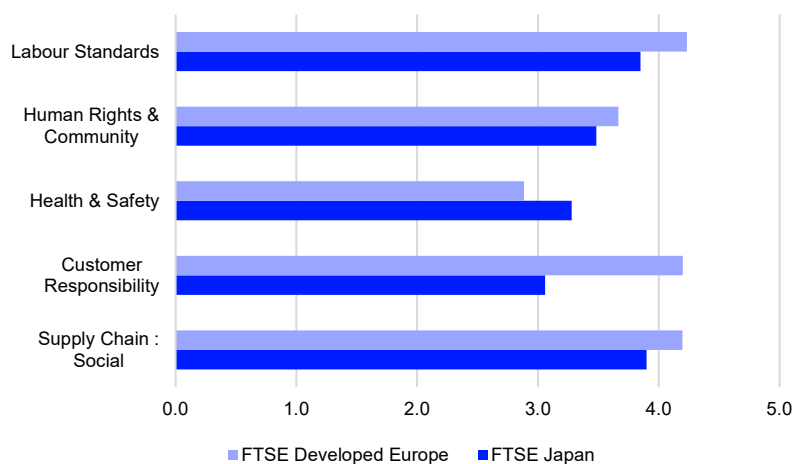
FTSE Blossom Japan Index が促す、 中小企業の ESG 情報開示

2021年に、GPIFが投資するFTSE Blossom Japan Indexの構成銘柄に初めて小型株が組み入れられ、また翌年に新たにスタートしたFTSE Blossom Japan Sector Relative Indexにも組み入れました。この新しいインデックスは各セクターのESGスコアの上位50%の企業を選定しており、直近では小型株が比較的多く追加されています。日本の平均ESGスコアとともに、小型株とFTSE Russellの（ESGスコアを通した）コミュニケーションレベルは、過去3年間において大幅に改善しました。この傾向が続けば、遅かれ早かれ、国内企業や中小企業もESG情報の開示が増えていくと推測されます。

日本企業のソーシャル・ディスクロージャーの動向と課題 (Sスコア)

次に、ESGの各ピラーについて、まずSから詳しく見ていきましょう。

図表 2. FTSE Russell Social テーマスコア – December 2023



Source: FTSE Russell ESG Scores, June 2024. The Score data is weighted by market capitalisation.

図表 2 を見ると、日本企業は 5 つのテーマのうち 4 つのテーマで、欧州企業よりも平均 S スコアが低いことがわかります。

Eスコアの評価メカニズムは、気候変動等に着目した情報開示の重要性を強調するものであり、多くの日本企業は、気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) のガイダンスに沿って、物理的および移行関連の気候リスクへのエクスポージャーを開示しています。TCFDのようなグローバルな開示基準の採用が進んだことが、日本企業のEスコア向上に寄与していると考えられます。一方、Sはテーマが多岐にわたり、企業にとって重要(あるいはマテリアル)とされるテーマは、業種や企業活動によって大きく異なります。したがって、企業の開示を標準化することは依然として困難です。

また、多くの日本企業が、国連やOECDの原則に基づくというより、取締役会の監督のもと、独自に社会政策を策定し続けていることも注目すべきテーマです。FTSE Russellのスコアリング手法は、企業のポリシーやプロセスに関し国際的なガイダンスとの整合性に関する開示を求めているため、日本企業によるこのより独立したアプローチは、社会的開示の減少につながる可能性があります。

また、FTSE ESGスコアでは、健康と安全のテーマにおいて「報告されたインシデントの調査と調査結果、または負傷または死亡につながる健康と安全のインシデントが発生していない」ことの開示を求めています。しかし、「重要なインシデントはありません」など、インシデントが発生したことを示唆するものの、必要な詳細が記載されていないため、開示基準を満たしていない回答もあります。

また、企業やそのグループによる人的資本・人権テーマの開示は進んでいるものの、サプライチェーンにおける人権や地域社会における人的資本、事業活動が社会に与える影響への配慮に関する方針や実績の開示は少ないのが現状です。

日本と欧州企業の間で最も大きな格差があるSのテーマ「顧客への責任」では、責任ある広告慣行(アルコール、タバコ、ギャンブルなど、社会に負の影響を与える可能性のある商品)の開示を評価基準として求めています。これらの開示は、未成年者、社会的弱者グループ、発展途上国を含む消費者を考慮に入れたすべての活動と行動(ネガティブな側面の積極的な開示と依存症を防ぐための活動など)をカバーする必要があります。しかし、このテーマに関する明確な方針や企業行動・行動を開示している日本企業は多くありません。

重要性を増すソーシャルのディスクロージャー

社会的要因が企業や投資パフォーマンスにもたらすリスクは、投資家にとってますます重要になってきていますが、日本企業は、ソーシャルの情報開示 (特にリスク管理) において欧州に遅れをとっており、社会的インパクトの考慮よりも企業の収益を犠牲にするような開示は避けるといった傾向があります。

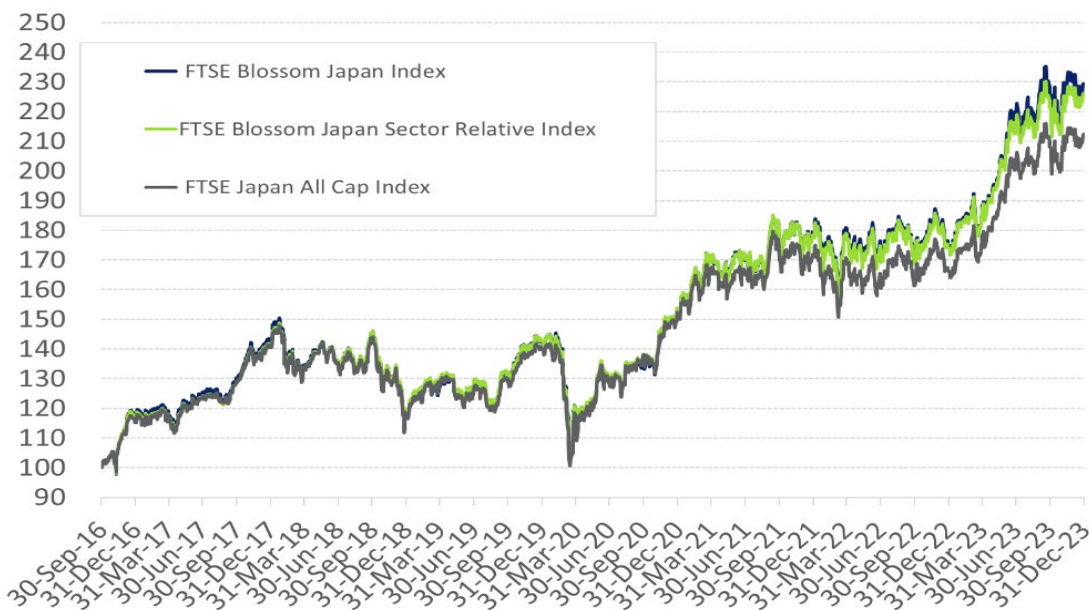
日本企業にとっての G ピラーの ESG 開示課題については、次回の四半期報告書 (後編) で分析します。

ESG ファクターが牽引する Blossom 指数の好調なパフォーマンス

Blossom Index シリーズの 2024 年第 1 四半期パフォーマンスは非常に堅調な結果となりました。

Blossom と Blossom SR のいずれも、ベンチマークである FTSE Japan All Cap Index に対する累積ベースでのアウトパフォーマンスを継続しただけでなく（図表 3）、四半期ベースでの足元のパフォーマンスも ESG ファクターに牽引される形で非常に高い超過リターンを記録しました。

図表 3. Blossom Index Series outperforming FTSE Japan All Cap Index



Source: FTSE Russell. Data as of December 31, 2023.

図表 4 では 2015/12/31 から 2023/12/31 までの期間、及び 2015/12/31 から 2024/3/29 までの期間の Blossom Japan Index の対ベンチマーク累積超過リターンをファクター毎に要因分解しています。こちらで読み取れる通り、ESG ファクターが最大の要因として同指数の長期パフォーマンスを牽引しています。また、両期間のパフォーマンスの差分に当る直近四半期の 2024/1/1 から 2024/3/29 までの期間においても同指数は好調で、+728bp（うち ESG ファクターで+466bp）の超過リターンを計上しています。

図表 5 では同様の分析を Blossom Japan SR 指数において行っています。Blossom Japan と同様に、Blossom SR においても長期パフォーマンス、及び直近四半期のパフォーマンスのいずれにおいても ESG ファクターが最大の要因として牽引していることが分かります。累積超過リターン+1,102bp のうち+911bp、また直近四半期では+279bp のうち+248bp が ESG ファクターの効果となっています。

図表 4. Factor Attribution Analysis (Blossom vs FTSE Japan All Cap, bps)

Period	Industry	Value	Quality	Volatility	Momentum	ESG	Residual	Total Excess
2015/12/31 - 2023/12/31	-187	163	-155	-166	183	1,146	233	1,217
2015/12/31 - 2024/3/29	-178	203	-158	-214	402	1,612	277	1,945
Quarterly Change	9	40	-3	-48	218	466	45	728

図表 5. Factor Attribution Analysis (Blossom SR vs FTSE Japan All Cap, bps)

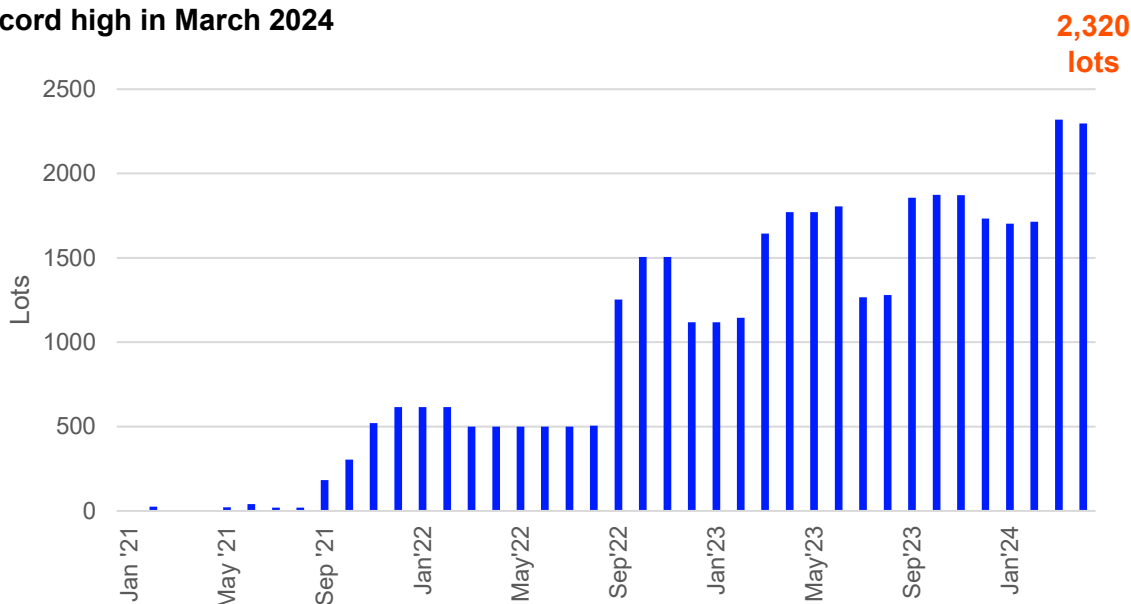
Period	Industry	Value	Quality	Volatility	Momentum	ESG	Residual	Total Excess
2015/12/31 - 2023/12/31	-24	34	-151	-60	255	663	107	823
2015/12/31 - 2024/3/29	16	40	-171	-74	356	911	25	1,102
Quarterly Change	40	6	-20	-14	101	248	-82	279

Source: FTSE Russell, Data as of March 29, 2024. Data covers the period from December 12, 2015 to March 29, 2024.

SGX FTSE Blossom Japan インデックス先物を活用した配当金のヘッジ需要

SGX FTSE Blossom Japan 指数先物は今四半期も、日本株 ESG 指数としての記録を更新しました。2024 年 3 月末時点において、建玉は 1.73 億ドルに達しています。

図表 6. Open interest (lots) of the SGX FTSE Blossom Japan Index Futures at record high in March 2024

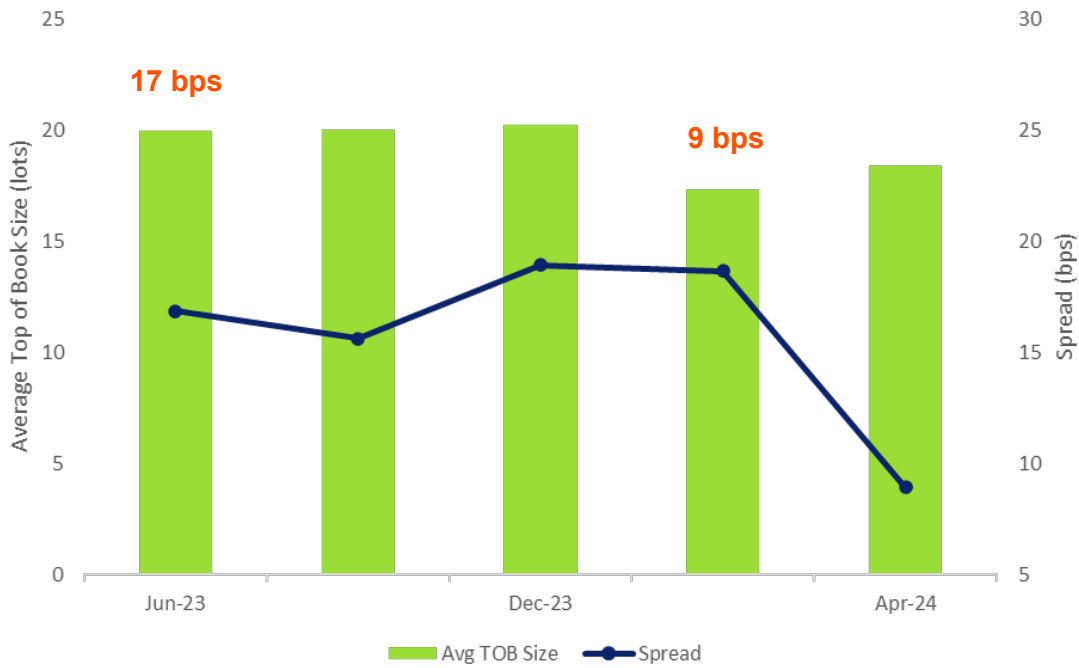


Source: SGX. Data as of January 2021 - April 2024. Past performance is no guarantee of future results. Please see end for important legal disclosures.

FTSE Blossom Japan 指数の海外投資家による利用、及びマーケットメーカーによるオーダーブックへの寄与等も手伝い、日本市場が引けた後の T+1 Session のスプレッドはタイト化傾向にあります。例えば 2023 年 6 月時点で当時 17 bps あったスプレッドは、2024 年 4 月時点で 9bps に縮小しました（図表 7）。

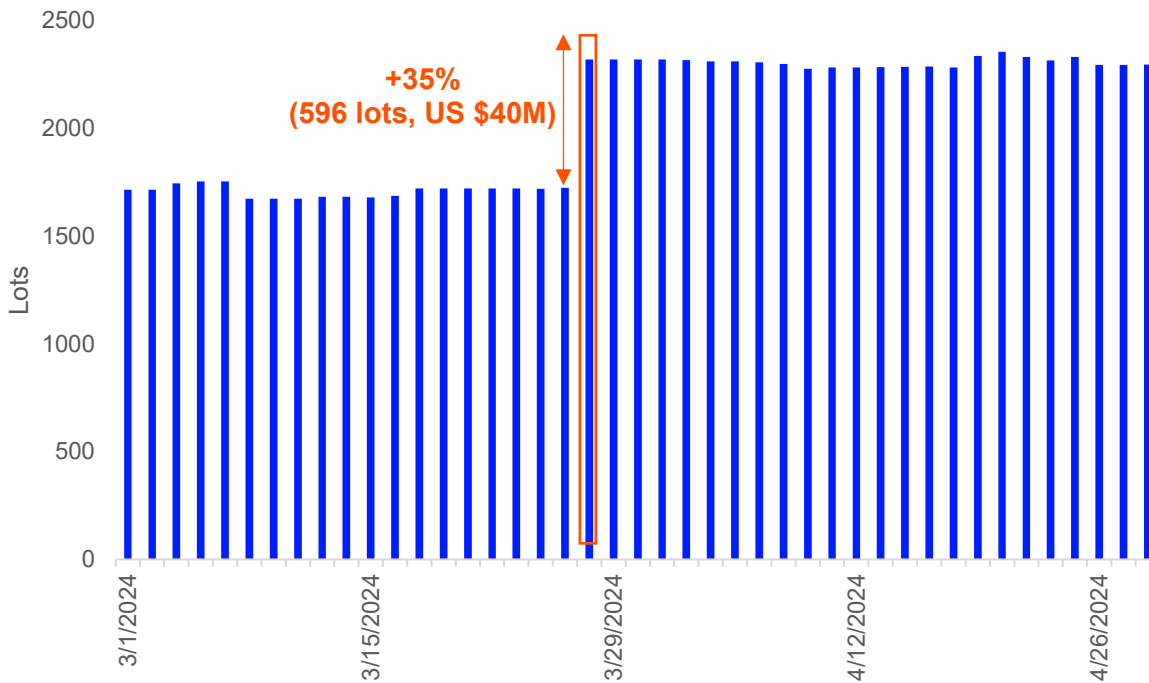
SGX FTSE Blossom Japan 指数先物は日本の ESG 投資へのエクスポージャーを求めている投資家はもちろんのこと、伝統的市場インデックスにベンチマークされている投資家にとっても新たなヘッジの手段を提供します。

图表 7. SGX FTSE Blossom Japan Index Futures T+1 Session orderbook



Source: SGX. Data as of June 2023 - April 2024 excluding onshore holidays and calendar spreads. SGX FTSE Blossom Japan Index Futures T+1 Session hours: 14:55 SGT – 05:15 SGT +1. Past performance is no guarantee of future results. Please see end for important legal disclosures.

図表 8. Open interest (lots) of the SGX FTSE Blossom Japan Index Futures during the month leading up to dividend equitisation at end of March 2024



Source: SGX. Data as of March 2024 - April 2024. Past performance is no guarantee of future results. Please see end for important legal disclosures

今期、3月28日の配当権利落ち日では、SGX FTSE Blossom Japan 指数先物市場においてキャッシュ分のヘッジ目的での利用と思われる取引の増加が確認されました。建玉は前日の3月27日対比で+35%、2,320 ロット（1.73 億ドル相当）となりました。参加者の多くはブロックで執行し、プライシングも相応のサイズをもってタイトに行われました。

次の配当権利落ち日は9月27日と予定されています。次の権利落ち日にも、今回と同様にキャッシュ分のヘッジ見合いでの関連な動きが出てくると期待されます。

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