バリューモデルに基づくESG評価における アウトカム指標の分析

中　尾　悠利子
國　部　克　彦
須　貝　フィリップ

要　旨

企業のサステナビリティ活動を評価するESG評価が拡大している一方，インプット指標偏重の手法により，社会・環境課題のアウトカムを十分に把握できていないとの指摘がある。そこで本稿では，同志社大学社会価値研究センターが開発したバリューモデルを用いて，主要な４つのESG評価機関（S&P Global, MSCI, FTSE Russell, ISS）の評価項目が，どの程度アウトカムをカバーしているかを分析した。具体的には，⑴バリューモデルの81目標に対する網羅率，⑵バリューモデルの４つの基準（目標ベース・客観的測定・第三者チェック・スケール変数）を充足しているかを分析した。分析の結果，S&Pは48％，MSCIは58％，FTSEは64％の評価項目しかバリューモデルの目標をカバーしておらず，特に社会，従業員，人権に関する項目は十分に網羅されていないことが示された。また，バリューモデルの４つの基準を満たしているかについては，具体的な目標設定を求める評価項目が不足している点や，情報開示の有無のみを評価する項目が多数を占めるなど，アウトカムを評価する項目や基準が不足していることが示された。これにより，ESG投資が本来目指すべき社会・環境へのアウトカムが，現行の評価では十分に考慮されていないことが明らかとなった。

キーワード：バリューモデル，アウトカム指標，ESG評価，目標志向，ESG投資

目　次

1．はじめに
2．ESG評価の課題とバリューモデル
　2.1　ESG評価におけるアウトカム指標
　2.2　バリューモデル
3．リサーチデザイン
4．分析結果
　4.1　バリューモデルの81の目標の網羅率
　4.2　７つステークホルダー別の網羅率
　4.3　27のテーマ別の網羅率
　4.4　４つの基準による分析
5．結論

1．はじめに

グローバル規模での社会・環境課題への懸念を背景として，企業によるサステナビリティ活動が加速している。これに伴い，これらの取り組みを評価するESG評価が拡大している（Clément et al., 2022; Li et al., 2021）。この動きは，ESG評価が投資判断や企業方針を導く重要な指標となっていることを反映している（Amel-Zadeh and Serafeim, 2018; Edmans and Kacperczyk, 2022; GPIF, 2024）。ESG評価機関の急速な成長は，100兆ドルを超える資産を有する投資家たちが投資枠組みにESGを統合しようとしていることからもうかがえる（PRI, 2020）。しかし，このようなESG評価の重要性が高まる一方で，評価の方法論における課題が指摘されている（IOSCO, 2021; 金融庁, 2022; CFA Institute, 2023; Christensen et al., 2022; Hirai and Brady, 2021）。たとえば，Christensen et al.（2022）は，企業のサステナビリティ情報開示が拡大する中，評価機関間での評価の不一致が続いていることを指摘している。特に，インプット指標は概ね合意があるものの，アウトカム指標の評価基準が不明確なことが，評価のばらつきの主な要因となっていると指摘している。企業のサステナビリティ活動のアウトカムが，投資の意思決定や企業価値の評価にどのように反映されるかという視点は，ESG投資による社会へのアウトカムを捉えるうえで重要な論点となっている（Block et al., 2021; Borrello et al., 2024; 水口，2023; 水口，2024）。

そこで本稿では，同志社大学社会価値研究センターが開発したバリューモデルを用いて，主要なESG評価機関（S&P Global，MSCI，FTSE Russell，ISS）の評価項目を分析し，企業のアウトカム視点がどの程度取り入れられているかを明らかにする。

このバリューモデルを採用する理由は，明確なアウトカム目標（例：人権侵害ゼロ，カーボンニュートラルなど）を設定することで「アウトカムの不明確さ」を克服するために開発された点にある（Sugai et al., 2024）。バリューモデルが設定する目標は，企業活動が7つのステークホルダー（従業員，自然環境，地域社会，企業，顧客，取引先，株主）にもたらす成果を評価する指標となる。これらの目標は，「何をアウトカムとして評価すべきか」を明確にしている。

具体的には，バリューモデルと主要なESG評価機関の評価項目について，2つの分析を行う。第1に，バリューモデルが設定するグローバルな社会・環境課題を網羅する目標について主要なESG機関の評価項目がどの程度カバーしているのかを分析する。第2に，バリューモデルのアウトカム視点である4つの基準である，⑴目標に基づいているかどうか，⑵客観的に測定可能かどうか，⑶第三者がチェック（検証）可能かどうか，⑷スケール変数で評価されているかどうかの視点からESG評価項目を分析する。そして，これらの分析結果をもとに，企業による社会・環境課題のアウトカムをESG投資に組み込むためのESG評価の課題について検討する。

次章では，アウトカム視点のESG評価の課題と本稿が採用するバリューモデルについて概説し，続く第3章でリサーチデザイン，第4章で分析結果を説明し，最後に第5章で考察と結論を示す。

2．ESG評価の課題とバリューモデル

2.1　ESG評価におけるアウトカム指標

近年，企業のサステナビリティ活動に関する情報開示は拡大しているにもかかわらず，企業が実際に生み出している社会・環境課題のアウトカムを把握するうえで課題があると指摘されている（De Villiers et al., 2024; Yun et al., 2023; Grewal and Serafeim, 2020）。たとえば，Grewal and Serafeim（2020）は，サステナビリティレポートが示す定量データの多くが企業の生産プロセスに投入されるインプット情報に偏っており，これらが望ましいアウトカムを生み出しているかどうかが十分に示されていない点を問題と指摘している。

具体的には，社会的指標においては企業が多様性や包摂性を促進するために投資した金額（例：多様性プログラムへの支出）などのインプット情報は開示されているが，実際の成果（例：経営層の多様性がどの程度改善されたかを示すアウトカム）は十分に示されていない。また，環境の場合も同様で，環境への取り組み方針などのインプットに関する情報は比較的多い一方で，実際の環境改善というアウトカム（例：森林保全破壊の減少や二酸化炭素排出量の削減）が不足している（Grewal and Serafeim, 2020）。

さらに，企業がインプットに関する情報のみを強調し，実際のアウトカムを十分に開示しない状況は，企業が“goodwashing”を行いやすくするため，企業のサステナビリティ活動を正しく評価するうえでの課題となる（Grewal and Serafeim, 2020）。なお，“goodwashing”とは，企業が実際の成果や効果よりも，その取り組み過程や努力を過大にアピールし，評価を高めようとする行為を指す。

Christensen et al.（2022）は，サステナビリティ情報開示の拡大が企業とステークホルダー間の情報の非対称性を低減することを目的としている一方で，このような開示が逆にESG評価における不一致を招く一因にもなりうると指摘している。ESG評価ではインプットを重視するか，アウトカムを重視するかによって，評価結果が大きくばらつくからである。インプットは企業が採用している方針や活動内容を示すものであり，アウトカムは実際にどのような効果をもたらしたかを示す。たとえば，温室効果ガスの排出量削減や従業員の多様性向上などがアウトカムに相当するが，その効果の測定・評価は評価機関の基準次第で異なる場合がある。

また，業界の違いによってもインプット重視かアウトカム重視かの傾向は異なり，たとえば，環境規制が厳しい業界ではアウトカムが特に重視される一方，他の業界ではインプット指標がより重要視されることもあるため，業界間でESG評価に差が生じやすい。したがって，ESG評価における不一致を解消するためには，良好なサステナビリティ活動のアウトカムを判断する明確な基準が必要となる（Christensen et al., 2022）。

一方で，ESG評価機関が提供するESG評価項目は，必ずしも企業の環境・社会課題を包括的に網羅していないという指摘もある。Escrig-Olmedo et al.（2019）は，2008年と2018年という二時点における主要なESG評価機関の公表情報を用いて，環境面，社会面，ガバナンス面の評価基準の変遷を比較した。その結果，

環境面では2008年当時は環境マネジメントが重視されていた一方，2018年には生物多様性や水管理などの新たな指標も取り入れられるようになった。また，社会面ではステークホルダーのニーズへの配慮が強化され，ガバナンス面では企業の透明性を評価する項目がより重視される傾向が示された。しかし，彼らは主要なESG評価機関の基準だけでは環境，社会，ガバナンスのすべての項目を十分に網羅できていないと指摘している。他方，Larcker et al.（2022）は，投資家の立場からは企業価値に与える影響を重視する傾向が強いため，ESG評価項目も財務マテリアリティに焦点を当てていると主張している。すなわち，環境・社会課題が企業へもたらすリスクや機会が重視される一方，企業が社会や環境に与えるアウトカム自体は必ずしも評価されていないという。

さらに近年，投資家の間でも，企業のサステナビリティ活動のアウトカムに対する期待が高まっており（Borrello et al., 2024; Block et al., 2021; Cremasco and Boni, 2024; 水口，2023; 水口，2024），財務マテリアリティ以上の評価視点が検討されている。こうした文脈で提唱されたのが，IFSI（Investing for Sustainability Impact）という概念である。IFSIとは，「投資家が意図的に，資金提供やその他の活動を通じて，サステナビリティ課題に関して評価可能なアウトカムを生むために，投資先企業やその他の第三者の行動に影響を与えようとする活動を幅広く捉える概念」（UNPRI，日本語参考訳2023，p.5）と定義されており，国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）およびPRI（責任投資原則）の委託により，フレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所が2021年に公表した報告書「A Legal Framework for Impact（LFI）」の中で示されたものである。

さらに，Canbury Insights（2024）では，IFSIを実践する投資家に対して具体的なフレームワークとステップを提示しており，サステナビリティ目標の設定から行動，進捗の測定までのプロセスを体系化している。しかしながら，こうした実質的なアウトカム評価の枠組みに関してはまだ十分に整備されておらず，その指標設定や評価方法に関しては議論が続いている（Christensen et al., 2022; Hehenberger and Andreoli, 2024）。

これらの研究から，インプット指標偏重の情報開示や評価機関による評価結果の不一致，投資家からのアウトカム指標への関心の高まりがあることから，アウトカムを的確に評価する枠組みが重要となると考えられる。次節では，こうした課題を解決する分析枠組みを提供しうるバリューモデルを説明し，ESG評価機関との評価項目を比較するうえでバリューモデルを採用する理由を述べる。

2.2　バリューモデル

Sugai et al.（2021）は，GRI[1]やSASB[2]など主要な15のグローバルなサステナビリティ基準

1　GRI（Global Reporting Initiative）は，1997年に設立された独立非営利組織であり，本部はオランダのアムステルダムにある。「GRI基準」は，同組織によって策定され，世界で最も広く利用されているサステナビリティ報告の国際基準である。詳細はhttps://www.globalreporting.org/ にて公開されている。

2　SASB（Sustainability Accounting Standards Board）は，2011年にアメリカで設立され，2022年にIFRS財団に統合された。現在はIFRS財団の一部として，投資家の意思決定に有用な財務的に重要性の高いサステナビリティ情報を開示するための業界別基準を開発している。詳細は，次のウェブサイトを参照されたい（IFRS Foundation. SASB Standards, https://sasb.ifrs.org/）。

やフレームワークから357の指標を分析し，それらの80％以上が「目標に基づいていない」「主観的である」「透明性に欠ける」「スケール変数に基づいていない」といった課題があることを示した。これらの課題は企業のサステナビリティ活動のアウトカムに基づく適切な評価を妨げている。そこで，須貝が創設した同志社大学社会価値研究センターを中心に，これらの課題を克服するため，2021年に客観的で測定可能な81の目標から構成されるバリューモデルを開発した。

バリューモデルは，15のグローバルなサステナビリティ基準やフレームワークに加え，B Impact Assessment[3]や Cradle to Cradle Certified[4]，GIIN IRIS+[5]など特定の社会・環境課題に対応する基準やフレームワークも取り込み[6]，合計45の基準やフレームワークから1,234の影響指標を抽出し，企業の環境・社会課題を包括的に捉えている（付表1–1及び付表1–2を参照）。抽出した1,234の指標は７つのステークホルダー（従業員，自然環境，地域社会，企業，顧客，取引先，株主）に分類され，それぞれのステークホルダーの下に，細分化された27のテーマに整理される。例えば，従業員に関連するテーマとしては，「多様性と公平性」「公正な賃金」「健康･福祉･安全」「能力開発」「エンゲージメントと満足度」「人権」の６つのテーマが設定されている。この27のテーマは，バリューモデルにおいて，ステークホルダーと，具体的な測定可能な目標を結びつける役割を果たしている。そして，これらのテーマごとに個別の指標を統合して81の目標項目が設定される。バリューモデルでは，この81の目標項目について，⑴目標に基づいているかどうか，⑵客観的に測定可能かどうか，⑶第三者がチェック（検証）可能かどうか，⑷スケール変数で評価されているかどうか，という４つの基準で，企業の実践を評価する。

４つの基準について詳しく見ていく。まず，「⑴目標に基づいているかどうか」では，「測定の目的を明確に示し，達成すべき数値や基準が設定されているか」を評価する。ジェンダー・ペイ・エクイティ（同一価値労働同一賃金）に関する JUST2.0の仕組みには，目標達成度を示す４つのレベルが定義されている。レベル１では，「組織はジェンダー・ペイ・エクイティ

3　B Impact Assessment（発行元：B Lab）は，2006年に米国のペンシルベニア州で設立された B Lab によって提供される無料オンラインツールであり，企業の社会的・環境的パフォーマンスを測定・管理・改善することを目的としている。ガバナンス，従業員，コミュニティ，環境，顧客の５つの影響領域で企業を評価し，スコアを提供する仕組みで，B Corp 認証取得のプロセスの一部にも組み込まれている。詳細は（https://www.bcorporation.net/en-us/programs-and-tools/b-impact-assessment/）にて掲載されている。

4　C2C Certified（Cradle to Cradle Certified，発行元：Cradle to Cradle Products Innovation Institute）は，2010年にアメリカのオークランドを拠点とし，オランダのアムステルダムにもオフィスを置く Cradle to Cradle Products Innovation Institute が管理する循環型経済のための製品認証プログラムである。材料の健全性，製品の循環性，クリーンエア・気候保護，水・土壌管理，社会的公正の５つのカテゴリーで製品を評価し，安全でサステナブルな製品設計を促進する仕組みで，詳細は（https://c2ccertified.org/）に公開されている。

5　GIIN IRIS+（発行元：Global Impact Investing Network）は，2009年にアメリカのニューヨークで設立されたグローバル・インパクト投資ネットワーク（GIIN）が提供するインパクト投資の成果を測定・管理するシステムである。投資家が社会・環境パフォーマンスを評価し，比較可能なデータを得るための指標カタログ（IRIS+ Metrics）やガイダンスを提供し，詳細は（https://iris.thegiin.org/）にて確認できる。

6　バリューモデルは，多様な視点や具体的なインパクト測定指標を取り込む必要があると考え，広範な目標を掲げるフレームワークから，特定の社会・環境課題に特化した基準まで，幅広く検討を行い，45のグローバルな基準やフレームワークを採用している（Sugai et al., 2023）。

に関する文書化された方針を有していること」が求められ，レベル４は，「各給与水準クラス内において，性別による最大賃金差が５％に収まる給与体系を整備していること」が示されており，明確に最終目標が設定されている点から，１点が付与される。一方，The B Teamの指標も男女賃金の平等に焦点を当てているが，JUST2.0のように最終目標を定義していない。The B Teamの指標は「企業は，性別間のバランス，多様性，一体性を正しいこととしてだけでなく，規範を変え，より良い業績と経済成長をもたらす原動力として支持すべき」と述べるが，具体的な最終状況や数値目標を示していないため，バリューモデルの基準では０点となる。これは，企業が「どこに向かうのか」を明確にし，その取り組みを促す点で重要である。

「⑵客観的に測定可能かどうか」は，「複数の観測者が同じ基準や単位で測定し，個人の主観による偏りが入りにくいか」を評価する。温室効果ガス排出量をメートルトンなどの客観的な単位で示す指標には１点が与えられるが，定性表現のみの指標は０点となる。この基準は，サステナビリティデータの信頼性と比較可能性を向上させることを目的としている。

「⑶第三者がチェック（検証）可能かどうか」は，「外部の検証機関が企業の報告内容を実際のデータと照合し，正確さを確認できるか」を評価する。例えば，外部の第三者がデータや手続きを検証可能である場合は１点が与えられる。実際に検証が行われ，その結果が公表されている場合にはさらに高い透明性が確保されていると見なされ，２点が与えられる。一方，外部の第三者による確認が全く行われていない場合には０点となる。この基準は，インプットやアウトカムが「表面上の数字」ではなく，正しく実績を反映しているかどうかを確認するうえで重要である。

「⑷スケール変数で評価されているかどうか」

図表１　バリューモデルの81の目標設定する際の４つの基準

⑴目標に基づいているかどうか	⑵客観的に測定可能か	⑶第三者がチェック（検証）可能か	⑷スケール変数かどうか
測定の目標を明確に述べている。	論理的で合理的な，明確で客観的な測定を提供している。バイアスがかからず，個人の判断や認識に基づいた測定ができない。	第三者がアクセスまたは入手できる透明性のあるデータを使用してチェックできる。	「はい／いいえ」の回答ではなく，ある種の順序，間隔，比率のスケールデータに基づいている。
（０点，１点）	（０点，１点）	（０点，１点，２点）	（０点，１点）
０点　目標なし	０点　客観的に測定されていない	０点　独立してチェック可能ではない	０点　スケール変数ではない
１点　目標あり	１点　客観的に評価されている	１点　独立してチェック可能で，現在，実施していない	１点　順序，間隔，もしくは比率のスケールデータに基づいている
N/A	N/A	２点　独立してチェック可能で，現在，実施中	N/A

（出所）　Sugai et al.（2021）をもとに作成

では,「名目尺度, 二値尺度, またはイエス / ノーの質問」に基づく評価項目には０点が,「順序尺度，間隔尺度，比率尺度を使用して測定されている」評価項目には１点が与えられる。この基準は，単なる二元的な判断を超えた詳細な評価を可能にする。たとえば，バリューモデルでは，民族多様性の目標として「従業員の民族構成は，事業展開地域の民族構成と100％一致している」ことを掲げている。米国での事業展開の場合，2020年の米国国勢調査によれば，人口構成は非ヒスパニック系白人が57.8%，ヒスパニック・ラテン系が18.5%，アフリカ系アメリカ人が12.2%，アジア系アメリカ人が5.6%となっている。バリューモデルでは，米国で事業を展開する企業の従業員において，この人口構成比に沿っているかがスケール変数となり，１点が与えられる。

このようにバリューモデルの４つの基準によって，企業がESG評価項目において「どのような目標を設定し，いかに客観的かつ透明性のある方法で測定し，さらにスケール変数によってその取り組みの進捗を示しているか」を評価することが可能である。上記の内容をまとめたものが図表１である。

3．リサーチデザイン

本稿では，バリューモデルを用いて，４つの主要なESG評価機関の評価項目を次の２点について分析する。

第１に，ESG評価機関の評価項目が，バリューモデルが定義する７つのステークホルダー，27のテーマ，81の目標に対し，どの程度網羅しているのかを分析する（分析１）。

第２に，バリューモデルの４つの基準の観点から，ESG評価項目の項目がどの程度これらの基準を満たしているのかを０～２点でスコアリングして分析する（分析２）。

分析対象は，ESG評価機関の評価方法である。ESG評価機関は，企業のサステナビリティ活動を，環境・社会・ガバナンスの観点から調査および分析し，投資家やその他のステークホルダーに対して格付けやスコアを提供する専門機関を指す（The SustainAbility Institute by ERM, 2023）。評価対象となる企業は，評価機関によって異なるが，多くはグローバルに事業を展開する時価総額の高い企業である。評価対象企業数は機関によって異なり，数千社から１万社に及ぶ。また，ESG評価の方法は，定量データ分析と定性評価を組み合わされてり，企業の公開情報，アンケート調査，NGO報告書などのデータソースを活用している。

本稿ではウェブサイトで詳細な方法論が開示されているS&Pの企業向けアンケート（金属鉱業サンプルアンケート）156項目[1]，MSCIの88項目，ISSの184項目と，FTSEの380項目である。図表２は，分析対象の４つのESG評価機関（S&P Global, MSCI, FTSE Russell, ISS）の方法論を概観したものであり，各機関のカバレッジ社数や方法論，調査媒体，特徴を示している。

S&P Global（以下，S&P）のESG評価は，Corporate Sustainability Assessment（CSA）と呼ばれるアンケート調査を評価プロセスに組み込んでおり，企業にサステナビリティ活動に関する詳細な回答を求めている。また，企業の長期的な財務パフォーマンスに影響を与えるサステナビリティリスクと機会の把握に焦点を当てている。さらに，業種固有の評価アプローチを採用しており，業界内の企業に対する質問項

図表２　分析対象の４つのESG評価機関（S&P，MSCI，FTSE，ISS）の方法論の概要

評価機関	カバレッジ	方法論	調査媒体	特徴
S&P Global	約8,000社	1,000以上のデータポイント，0–100	公開情報と企業アンケート調査	財務的に関連のあるESG要因
MSCI	約10,000社	33のキーイシュー，AAA–CCCの７段階評価	企業開示情報，NGO，規制当局，政府機関の第三者情報	週次更新，年次詳細レビュー
FTSE Russell	約8,000社	300以上の指標，SDGsに準拠	企業の公開開示情報のみ	カスタマイズ可能なデータ，SDGs対応
ISS ESG	約9,700社	約700の指標，A+からD–の12段階評価	企業の公開情報と企業エンゲージメント	高リスク産業に高基準適用

（出所）　各ESG評価機関がウェブサイトで掲載されている方法論の説明をもとに筆者作成[7]

目の少なくとも50%が財務的関連性の高い内容で構成されている。

MSCIのESG評価は，企業開示情報，NGO，規制当局，政府機関からの第三者情報を主要な調査源としている。また，同一業界セクター内の企業比較のためのベンチマークとして機能し，AAA（最高）からCCC（最低）までの７段階の尺度で評価を行っている。さらに，各企業は業界や市場の状況に特有の潜在的に重要なESGリスクへの曝露に基づいて，33の主要課題のうち２つから７つの環境および社会の主要課題について評価している。

FTSE Russell（以下，FTSE）のESG評価では，評価プロセスにおいて公開情報のみを使用し，国際基準に準拠した評価基準を採用している。多層的な評価構造を採用しており，３つの柱スコア（環境･社会･ガバナンス），14のテーマ別スコア，300以上の個別指標から構成される。また，ESG課題に対する企業のリスクとマネジメントパフォーマンスの両面を測定している。エクスポージャー加重スコアにおいては，スコアを決定する際に各企業の業界および地理的エクスポージャーが考慮され，企業にとって重要なESG課題に対して最も高い加重値が与えられる。

Institutional Shareholder Services group of companies（以下，ISS）のESG評価は，企業の開示情報，メディア，ソーシャルメディア，非政府組織が公表する報告書や声明など，多様な情報源を活用している。ダブルマテリアリティアプローチを取り，700を超える指標から作成されている。これらの指標を総合的に分析した結果，A＋（優れたパフォーマンス）からD–（劣ったパフォーマンス）までの12段階の評価システムで企業を格付けしている。また，各業界が直面するESGリスクと機会を考慮したアプローチを採用しており，単一の基準では捉えきれない固有の課題を反映している。

7　次のESG評価機関のウェブサイトの情報をもとに作成した（S&P Global,（https://www.spglobal.com/esg）（2025年４月６日最終閲覧）；MSCI,（https://www.msci.com/esg-ratings）（2025年４月６日最終閲覧）；FTSE Russell,（https://www.lseg.com/ja/ftse-russell/esg-scores）（2025年４月６日最終閲覧）；ISS ESG,（https://www.issgovernance.com/esg）（2025年４月６日最終閲覧）。

4．分析結果

4.1　バリューモデルの81の目標の網羅率

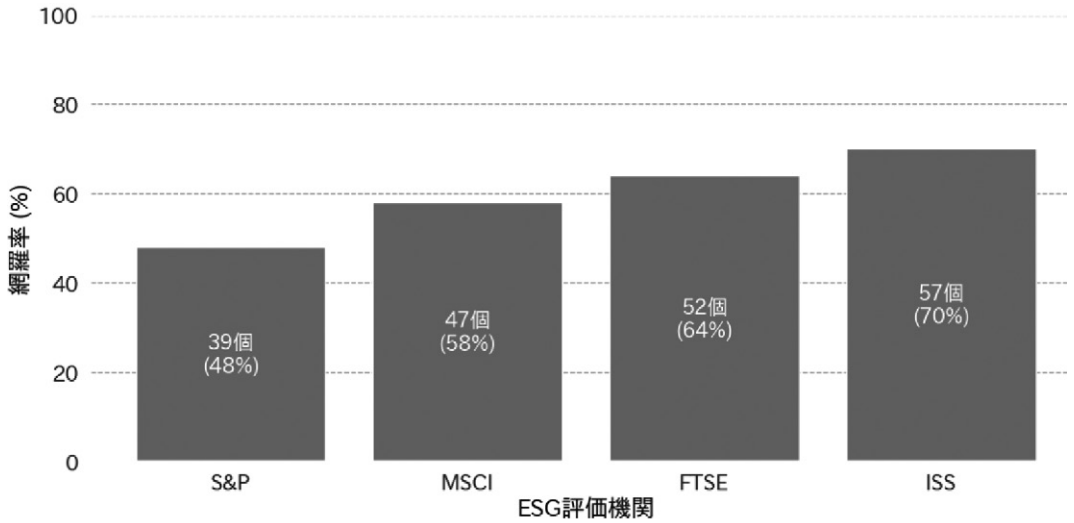
まず，第１の分析である図表３は，４つのESG評価機関の評価項目がバリューモデルの81の目標をどれくらい網羅しているかを分析した結果である。S&Pは81目標中39目標を網羅し，網羅率は48％であった。これは分析対象の４機関中最も低い数値である。MSCIは47目標を網羅し，網羅率は58％となった。S&Pと比較すると８目標ほど多いものの，４割以上の目標が網羅されていない。FTSEは52目標を網羅し，網羅率は64％に達した。これは分析対象機関の中で２番目に高い数値であり，過半数の目標を網羅している。最後に，ISSは57目標を網羅し，網羅率は70％と最も高い結果となった。

バリューモデルは，グローバルに使用されている45のサステナビリティ開示基準をもとに81の目標を設定している。そのため，この81の目標に対する網羅率が低いということは，社会・環境課題全体に対する網羅率が低いことを意味する。S&PとMSCIの網羅率は60％を下回っている。一方，FTSEとISSは相対的に高い網羅率を示すものの，バリューモデルの目標のうち30～36％が評価項目として反映されていない。この結果について，前述したEscrig-Olmedo et al.（2019）やLarcker et al.（2022）が指摘するように，ESG評価機関が企業価値との関連性を考慮して評価項目を選別していることが起因として考えられる。これは本分析結果のESG評価機関の評価項目から見ても明らかである。

4.2　７つステークホルダー別の網羅率

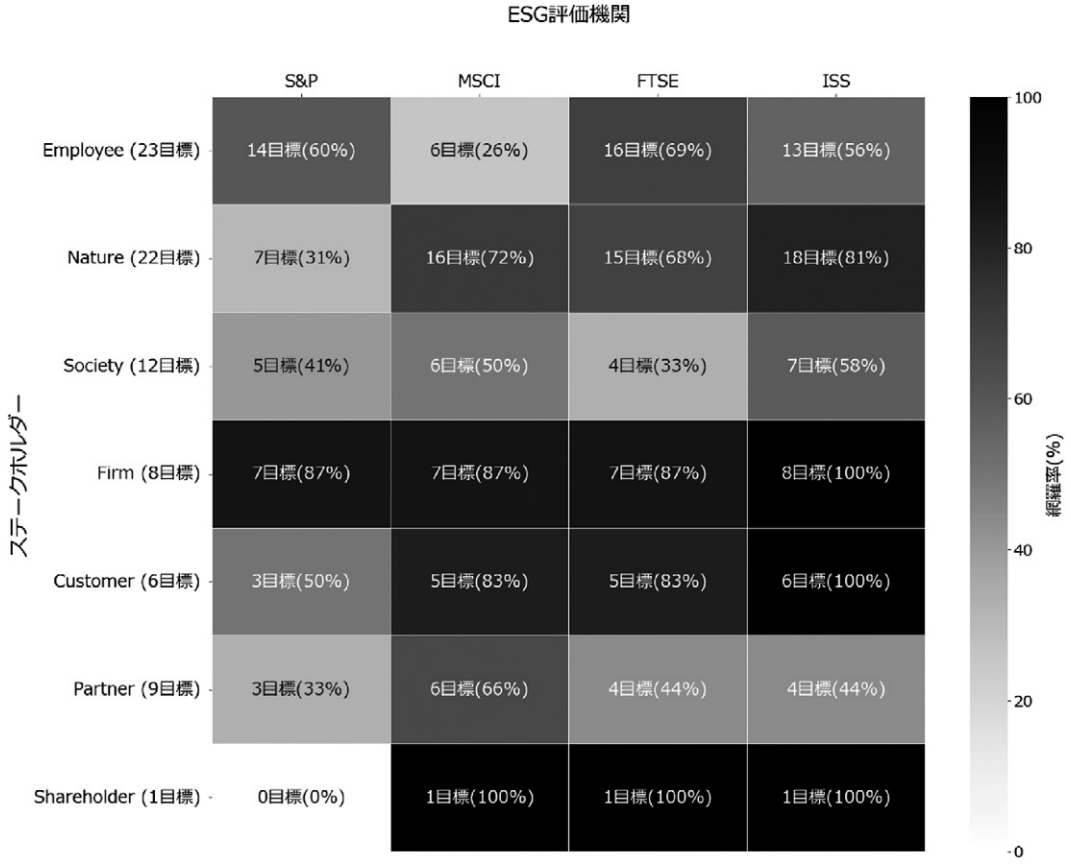
図表４では，７つのステークホルダーであるEmployee（従業員），Nature（自然環境），Society（地域社会），Firm（企業），Customer（顧客），Supplier（取引先），Shareholder（株

図表３　バリューモデルの81の目標の網羅率の分析結果



（出所）　筆者作成

図表４　７つのステークホルダー別の網羅率



（出所）　筆者作成

主）の網羅率を示している[8]。その結果，評価機関ごとに重視するステークホルダーに差異があることが示された。S&Pでは，Firm（企業）に関する項目の網羅率が87％を占め，最も高い割合を示した。一方，MSCIとFTSEはShareholder（株主）に関する項目を100％カバーしており，株主価値を重視する傾向が見られた。ISSはFirm（企業）に関する項目を100％カバーしており，企業の内部管理体制やコーポレートガバナンスに重点を置いていることが示された。各ステークホルダーに対する評価項目の網羅率を比較すると，ISSがNature（自然環境），Society（地域社会），Firm（企業），Customer（顧客）の４つのステークホルダーで最も高い網羅率を示した。特に，Nature（自然環境）とSociety（地域社会）に関しては，他の評価機関と比較して高い割合（それぞれ81％と58％）を示している。一方，Employee（従業員）についてはFTSEが69％と最も高い割合を示し，従業員に関する評価を重視している

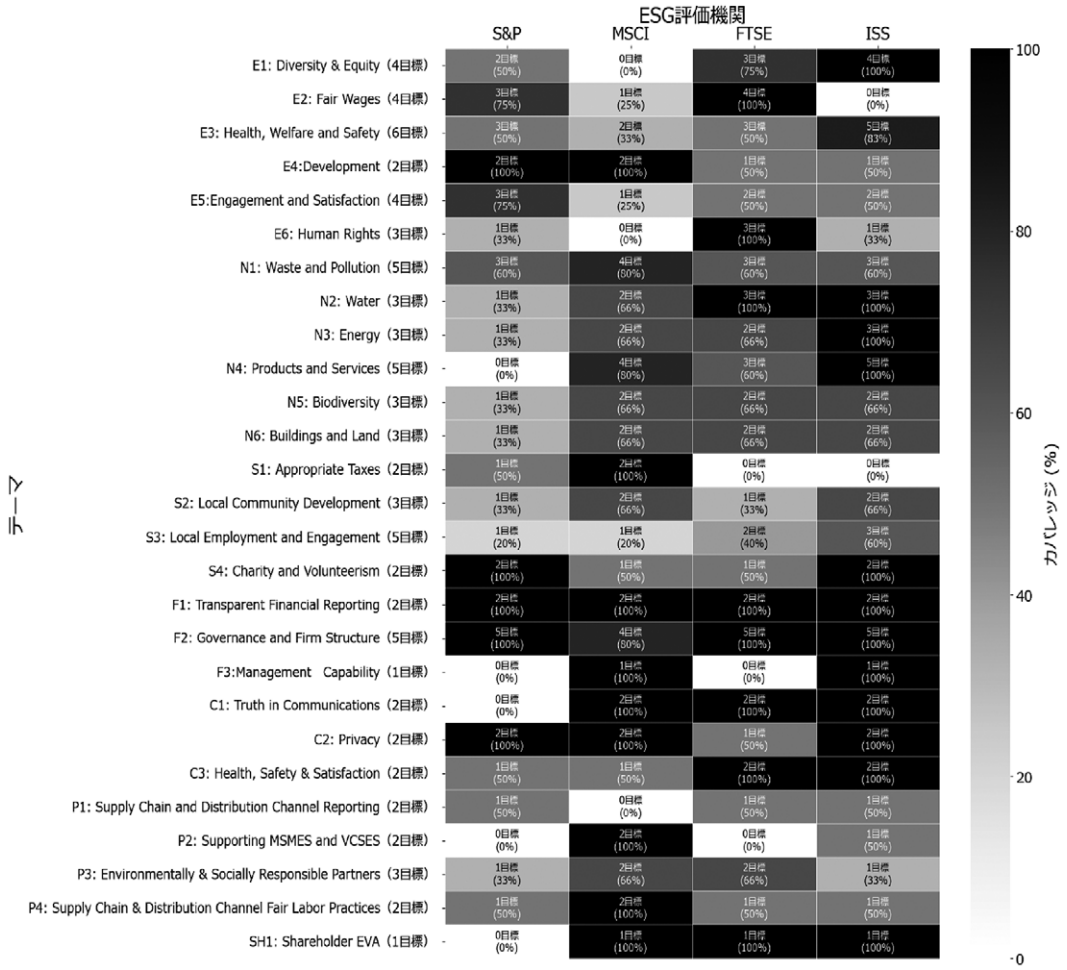
8　分析に用いたバリューモデル（https://www.valueresearchcenter.com/value-model）は英語表記が基準であるため，図表４で示す７つのステークホルダー（Employee（従業員），Nature（自然環境），Society（地域社会），Firm（企業），Customer（顧客），Partner（取引先），Shareholder（株主））は英語表記を用いている。

ことが分かった。Partner（取引先）についてはMSCIが66％と最も高く，取引先との関係を重要視していることが示された。これらの結果から，各評価機関がそれぞれ異なるステークホルダーに重点を置いていることが示された。

4.3　27のテーマ別の網羅率

図表５は，７つのステークホルダーに分類された27のテーマ別に，４つのESG評価機関（S&P，MSCI，FTSE，ISS）の評価項目がどの程度網羅しているかを分析した結果である。各セルの数値（網羅率）は，各テーマにおいてバリューモデルで設定された目標項目数を分母とし，そのうち各ESG評価機関が実際に評価対象として取り入れている項目数を分子とした比率（％）である。値が高いほど，そのテーマに関して幅広く項目をカバーしていることを示す。図表５のセルは，数値に応じて濃淡が変化

図表５　バリューモデルの27のテーマの高い網羅率のESG評価機関と低い網羅率のESG評価機関[9]



（出所）　筆者作成

9　図表５におけるEはEmployee（従業員），NはNature（自然環境），SはSociety（地域社会），FはFirm（企業），CはCustomer（顧客），PはPartner（取引先），SHはShareholder（株主）を示す。

するヒートマップ形式になっている。濃い色ほど網羅率が高く，薄い色あるいは白に近いほど網羅率が低い。

図表５の結果から，各評価機関のテーマごとに異なる傾向が示されている。

まず，Employee（従業員）の分野では，ISSがDiversity & Equity（多様性と公平性）で100%, Health, Welfare and Safety（健康, 福祉, 安全）で83%の高いカバー率を示した。FTSEはFair Wages（公正な賃金）とHuman Rights（人権）で100%のカバー率となり，これらの従業員課題を重視していることが分かる。S&PはDevelopment（開発）で100％，Engagement and Satisfaction（従業員のエンゲージメントと満足度）で75%のカバー率を示している。

一方で，網羅率が低いテーマが多いのはMSCIである。たとえば，MSCIはDiversity & Equity（多様性と公平性），Human Rights（人権）で０％のカバー率を示し，これらの従業員に関連するテーマに対する評価項目が取り入れられていないことが示された。また，Health, Welfare and Safety（健康，福祉，安全）で33%，Engagement and Satisfaction（従業員のエンゲージメントと満足度）で25%と低いカバー率を示しており，従業員に関する評価項目が十分に認識されていないと言える。同様に，ISSはFair Wages（公正な賃金）で０％のカバー率であり，労働者の権利に関する評価が欠落している。

Nature（自然環境）に関しては，評価機関による網羅率の違いが顕著である。FTSEがWater（水資源）で，ISSがEnergy（エネルギー）とProducts and Services（製品とサービス）でそれぞれ100%の網羅率を示し，環境負荷の低減に関する評価に力を入れていることが窺える。MSCIはWaste and Pollution（廃棄物と汚染）で80%，Biodiversity（生物多様性）とBuildings and Land（建物と土地）で66%の網羅率を示し，幅広い環境課題をカバーしている点が特徴である。その一方で，この分野ではS&Pが多くのテーマで相対的に低い網羅率を示した。特にProducts and Services（製品とサービス）で０％，Water（水資源），Energy（エネルギー），Biodiversity（生物多様性），Buildings and Land（建物と土地）でそれぞれ33%の網羅率であり，環境関連の評価項目が少ない。

Community（地域社会）では，MSCIがAppropriate Taxes（適切な納税）で100％，Local Community Development（地域社会の発展）で66％の網羅率を示し，地域社会に関する項目を重視している。ISSはLocal Employment and Engagement（地域雇用と関与）で60%の網羅率となり，地域社会との関係を注視して評価していることが窺える。S&PはCharity and Volunteerism（慈善活動とボランティア）で100%の網羅率を示し，企業の社会貢献活動を評価している。対照的に，FTSEがAppropriate Taxes（適切な納税）で０％の網羅率であり，企業の税務に関する評価が欠落している。S&PはLocal Community Development（地域社会の発展）で33％，Local Employment and Engagement（地域雇用と関与）で20%と低い網羅率であり，地域社会に関する評価をあまり重視していない傾向が見られる。Community（地域社会）関連のテーマは，企業活動との直接的な関連性が見えにくく，評価機関によって重要度の認識が分かれていることが考えられる。

Firm（企業）とCustomer（顧客）に関して

は，比較的多くの評価機関が高い網羅率を示しているテーマが見られる。S&P が Transparent Financial Reporting（透明性のある財務報告），Governance and Firm Structure（ガバナンスと企業構造），Privacy（プライバシー）でいずれも100％の網羅率であり，企業の透明性とガバナンスを重視していることが分かる。MSCI は Management Capability（経営能力）と Truth in Communications（コミュニケーションにおける真実性）で100％の網羅率を示し，経営管理に関わる項目や，顧客とのコミュニケーションを重視している。FTSE は Health, Safety & Satisfaction（健康，安全，満足度）で100％の網羅率を示している。一方で，低い網羅率も見られ，S&P が Management Capability（経営能力）と Truth in Communications（コミュニケーションにおける真実性）で０％である。FTSE は Privacy（プライバシー）で50％の網羅率で他の評価機関と比較して最も低い。

Partner（パートナー），すなわちサプライチェーン関連のテーマでは，評価機関による網羅率の差が大きい。MSCI は Supporting MSMES and VCSES（中小企業・社会的企業の支援）および Supply Chain & Distribution Channel Fair Labor Practices（サプライチェーンと流通チャネルにおける公正な労働慣行）の両項目で100％，Environmentally & Socially Responsible Partners（環境的・社会的に責任あるパートナー）で66％と高い網羅率を示し，サプライチェーン全体の持続可能性を重視している。主な特徴として，Supporting MSMES and VCSES については，MSCI が100％であるのに対し，S&P と FTSE はいずれもは０％であり，評価の有無が明確に分かれている。また，MSCI は Supply Chain and Distribution Channel Reporting（サプライチェーンと流通チャネルの報告）で０％であり，情報開示の側面は評価対象外である。これに対し，S&P と FTSE，ISS は Supply Chain and Distribution Channel Reporting（サプライチェーンと流通チャネルの報告）で50％の網羅率を示し，情報開示の側面では MSCI よりも高いことが分かる。

Shareholder（株主）[10] に関しては，MSCI が Shareholder EVA（株主の経済的付加価値）で100％の網羅率を達成し，株主価値を重視しているのに対して，他方，S&P，FTSE，ISS はいずれも同項目で０％となっている。これは，EVA という特定の財務指標を ESG 評価に含めるかどうかの判断が，評価機関によって異なることを示している。

これらの分析結果から，各評価機関は特定のテーマに強みを持つ一方で，重視していないテーマも少なくないことが示された。この評価項目の相違は，各機関の評価手法や重点項目の違いを反映していると考えられる。特に，MSCI における従業員の多様性や人権といった分野，S&P における環境テーマ全般，S&P や FTSE における地域社会やサプライチェーンといった分野の網羅率の低さが示された。これらのテーマは短期的な企業の財務価値に直接結び

10　Sugai et al.（2021）によると，45のグローバルなサステナビリティガイドラインや基準において，株主価値の分析指標は見つからなかったものの，７つのステークホルダーにとって株主は依然として重要なステークホルダーであるとされる。そのため，規模，地域，構造にかかわらず，どのような企業にも適用できる株主価値の明確な分析基準を少なくとも１つ含めることが重要であるとし，株主価値の最適な分析においては，経済的付加価値（EVA）を用いている。これは，ある企業への投資家が，まったく同じ金額を別の低リスクの投資手段に投資した場合と比較してどのような成果を上げたかを客観的に評価できるためである。

つきにくいと見なされることから，ESG評価項目として十分に取り入れられていない可能性が考えられる。さらにESG評価機関がこれらの項目を評価しない理由の一つとして，地域社会やサプライチェーンに関する評価項目について，データの入手可能性や確立された評価基準の構築が課題であることが挙げられるだろう。

なお，巻末の付表２は，７つのステークホルダー別に，それぞれのステークホルダーに関連したテーマ，およびテーマそれぞれに紐付けられた目標と，４つのESG評価機関が網羅している目標と欠落している目標を一覧で確認できるものである。また，付表３では，81目標の中で，４つのESG評価機関が欠落している目標と，その欠落したバリューモデルの目標を設定する元になったグローバルなサステナビリティ基準との対応関係を示している。以下に注目すべき点について説明する。

まず，Employee（従業員）に関するE5–B: Work Flexibility（働き方の柔軟性）の目標は，ILOや米国障害者雇用政策局のガイドラインにも明記されているが，ESG評価項目には反映されていなかった。これは，労働環境の整備という社会的に重要な課題が，ESG評価では財務マテリアリティとは関連しないために見落とされていると考えられる。

次に，Partner（パートナー）に関してはP3–C: Supply Chain Carbon Certification（サプライチェーンのカーボン認証）とP1–B: Report on Supply Chain Diversity, Equity and Inclusion（サプライチェーンの多様性，公平性，包摂性に関する報告）の２つの目標が，SASBやEcoVadisのサステナビリティ基準では含まれているが，ESG評価機関の評価項目に反映されていなかった。

さらに，Society（地域社会）との関わりを示す目標としては，S3–C: Equitable Purchasing（公平な購買）やS3–B: Local Ownership（地域所有）が，Cradle to Cradle CertifiedやB Impact Assessmentのサステナビリティ基準には含まれるが，ESG評価機関の評価項目には反映されていなかった。これらは直接的な事業活動ではないため，先のパートナーでも述べたようにアウトカム指標の評価が難しく，ESG評価項目として採用することが難しいと推察される。

4.4　４つの基準による分析

第２の分析である図表６はESG評価機関の評価項目について，バリューモデルの４つの基準に基づいて分析した結果である。なお，ISSについては，評価項目がウェブサイトから閲覧制限されていることから，スケール変数以外の３つの基準については，スコアリングすることができなかった。

まず，「⑴目標に基づいているかどうか」については，S&Pが68％，FTSEが36％の項目で明確な目標を設定しているのに対し，MSCIは０％であった。これは，MSCIが企業の公開情報に基づく方法論を採用しているため，具体的な目標設定を評価項目に含めていないためである。一方，質問票によって企業から直接情報収集を行うS&Pは，具体的な目標値の設定を重視している。S&Pについては，ゴールベースの項目として，たとえば，環境面では，「ネット･ゼロへのコミットメント」において，スコープ１，２，スコープ３それぞれの削減目標が求められている。一方，外部情報に基づき評価を行うMSCIは，目標の設定ではなく，企業の取り組みの有無を評価する方法を取っている。

図表６　バリューモデルの４つの基準から ESG 評価機関の評価項目を分析した結果

	S&P		MSCI		FTSE		ISS	
評価基準	%	項目数	%	項目数	%	項目数	%	
(1) 目標に基づいているかどうか	106	68%	0	0%	138	36%	na	na
(2) 客観的に測定されているか	71	46%	88	100%	217	57%	na	na
(3) 独立してチェック可能か (2点)	38	24%	0	0%	61	16%	na	na
(3) 独立してチェック可能か (1点)	4	3%	16	18%	10	3%	na	na
(4) スケール変数かどうか	45	29%	88	100%	94	25%	27	15%

※ISSは評価項目の公開情報の制限から、スケール変数以外は確認できなかった

（出所）　筆者作成

「⑵客観的に測定可能かどうか」に関しては，MSCI が100％，FTSE が57％，S＆P が46％の項目で客観的な測定であることが示された。客観的な測定は，主観的判断なしに，客観的に測定できることを指し，これは方針の有無や，取り組みの実施について問うこととなっており，外部情報をもとに評価を実施する MSCI は高い割合となっている。

「⑶第三者がチェック（検証）可能かどうか」については，２点満点の項目で S＆P が24％（38項目），FTSE が16％（61項目），MSCI が０％という結果となり，多くの評価項目が外部からの検証が困難であることが示された。ただし，S＆P の質問票では，公開情報の提示を要求する内容が多く含まれており，第三者評価や第三者保証の実施が重視されていることがうかがえる。

「⑷スケール変数で評価されているかどうか」は，MSCI が100％，S＆P が29％，FTSE が25％，ISS が15％という結果となった。MSCI は，公開情報のみを客観的に評価する視点であることがわかる。つまり，評価項目ごとに，測定プロセスを詳細に整備している評価機関がある一方で，単純な「はい・いいえ」の二値尺度のみで評価を行う機関も存在する。さらに，スケール変数は，主観的ではない尺度でサステナビリティ活動を評価することが可能となり，国や業種が異なる場合でも評価の客観性をある程度担保できるが，スケール変数が導入されていない場合，相対的な効果の比較ができない。

これらの結果から，バリューモデルは明確な目標が掲載されているかの指標を重視しているが，特に MSCI の ESG 評価においては，企業のサステナビリティ活動を改善するための具体的な目標設定を求める指標が不足していることが示された。また，MSCI や FTSE は企業の開示情報をもとに ESG 評価を行うため，企業が ESG 評価を上げるためのサステナビリティ活動を実施していても，その取り組みの内容や達成度が適切に評価されていない可能性がある。このことは，企業が行っているサステナビリティ活動が，社会や環境の改善につながっているかどうかを判断することが難しいことを示唆している。

図表７は，４つの基準に基づき，３つの ESG 評価機関（S＆P, MSCI, FTSE）の評価結果をスコアリングしたものである。各機関の評価項目の得点を合計し，５点満点で評価を行った。S＆P の評価項目では，最頻値が２点（45%）となり，中程度と評価される項目が多いことがわかる。一方で，０点や４点の項目も一定の割合を占め，全体としてばらつきが見られる。４

図表７　バリューモデルの４つの基準からS&PおよびMSCI，FTSEの評価項目を総合的に評価した結果

	S&P		MSCI		FTSE	
Score	項目数	%	項目数	%	項目数	%
0点	35	24%	0	0%	59	16%
1点	13	9%	0	0%	120	32%
2点	65	45%	72	82%	144	38%
3点	14	10%	16	18%	55	14%
4点	28	19%	0	0%	2	1%
5点	1	1%	0	0%	0	0%
項目合計	156	100%	88	100%	380	100%

（出所）　筆者作成

点の評価を受けた項目は28項目あり，一定の基準を満たしていると考えられるが，０点と１点の項目も存在する。MSCIについては，２点の割合が82%と高く，残りの大部分を３点（18%）が占めている。FTSEの評価項目は，１点と２点の割合が合わせて70%を占め，質の低い評価に偏っている。さらに，０点も16%存在する一方で，高得点（４点，５点）の項目が少ない。FTSEは81目標の網羅率が高い傾向にあったが，評価項目の４つの基準の点では課題があることがうかがえる。この結果から，FTSEの評価項目が主にアウトカム指標ではなくインプット指標であることが分かる。

５．結論

本稿では，ESG評価が社会・環境課題の改善というアウトカムにどの程度取り入れているかを明らかにするために，バリューモデルを用いて２つの分析を行った。第１に，グローバルな社会や環境課題を反映した81の目標に対する網羅性，第２に，それらの質を評価するためのバリューモデルの４つの基準（目標ベース，測定可能性，第三者チェック可能性，スケール変数）による分析を実施した。

その結果，ESG評価機関の評価においては，本稿ではChristensen et al.（2022）が指摘するアウトカムの評価が不足していることが明らかになった。特に，財務マテリアリティとは直結しづらい従業員の多様性や柔軟な働き方，地域社会，サプライチェーン上の社会・環境課題などは，ESG評価機関の評価では重視されていないか，欠落していた。さらに，バリューモデルの４つの基準に基づく分析から，企業のサステナビリティ活動が「情報開示の有無」や「取り組みの有無」のみで評価される傾向が強く，実際のアウトカムや改善プロセスを十分に捉えていないことも示された。このようにESG評価機関ではインプット指標重視の評価が一般的となっているため，社会・環境課題に対する実質的な成果を伴わない企業がESGスコアの向上のみを目的として形式的な情報開示に注力し，表面的な取り組みに終始する傾向が助長されることが懸念される。

このような状況を改善するためには，ESG評価機関に対して，アウトカム指標の重要性を訴えていくことが必要であろう。インパクト投資への関心が高まっているため，ESG評価機

関が活動のアウトカムを評価しない現状は，評価機関が市場のニーズを十分に反映していない可能性を示している。バリューモデルによる評価を普及させることで，この問題の改善を図ることは一つの方向性であろう。

最後に，本稿にはいくつかの限界がある。本稿で分析対象としたESG評価機関は，ウェブサイト上で評価方法を公開している機関，あるいはデータベース契約を通じて一定期間のデータにアクセスできた機関に限定されている。また，バリューモデルが示す基準や目標の有効性については，実際の企業に導入に関する検証が必要となる。この点は，現在別の研究として進行中であることを付記する。

参　考　文　献

金融庁（2022）「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―」https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20220712/20220712_1.pdf

水口剛（2023）「インパクトファイナンスとサステナビリティ情報開示－S指標からの示唆」『国際会計研究学会年報』第２号，33-43頁。

水口剛（2024）「サステナブルファイナンスはどこを目指すのか～インパクトとトランジションから考える～」『月刊資本市場』第461号，26-35頁。

UNPRI（2023）「インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み（日本）：投資業界全体におけるサステナビリティ目標の統合」https://www.unpri.org/download?ac=18774

Amel-Zadeh, A. and Serafeim, G.（2018）, "Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey," *Financial Analysts Journal*, Vol.74, No.3, pp.87-103.

Borrello, A., Bengo, I. and Moran, M.（2024）, "How Impact Investing Funds Invest in Social-Purpose Organizations: A Cross-Country Comparison," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.31, No.2, pp.879-894.

Block, J., Hirschmann, M. and Fisch, C.（2021）, "Which Criteria Matter When Impact Investors Screen Social Enterprises?," *Journal of Corporate Finance*, Vol.66, Article 101813.

Canbury Insights, Attwooll, T., Eddy, G., Krauter, K. and Nash, R.（2024）, *Investing for Sustainability Impact: Guidance Informed by the Legal Framework for Impact*, Principles for Responsible Investment.

CFA Institute（2023）, *An Exploration of Greenwashing Risks in Investment Fund Disclosures: An Investor Perspective*, CFA Institute.

Christensen, D. M., Serafeim, G. and Sikochi, A.（2022）, "Why is Corporate Virtue in the Eye of the Beholder? The Case of ESG Ratings," *The Accounting Review*, Vol.97, No.1, pp.147-175.

Clément, A., Robinot, E. and Trespeuch, L.（2022）, "Improving ESG Scores with Sustainability Concepts," *Sustainability*, Vol.14, No.20, Article 13154.

De Villiers, C., Dimes, R., La Torre, M. and Molinari, M.（2024）, "The International Sustainability Standards Board's（ISSB）Past, Present, and Future," *Pacific Accounting Review*, Vol.36, No.2, pp.255-273.

Edmans, A. and Kacperczyk, M.（2022）, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *Review of Finance*, Vol. 26, No.6, pp.1309-1313.

Escrig-Olmedo, E., Fernandez-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. and Munoz-Torres, M.（2019）, "Rating the Raters: Evaluating How ESG Rating Agencies Integrate Sustainability

Principles," *Sustainability*, Vol.11, No.3, pp.1–16.

Grewal, J. and Serafeim, G. (2020), "Research on Corporate Sustainability: Review and Directions for Future Research," *Foundations and Trends in Accounting*, Vol.14, No.2, pp.73–127.

GPIF (2024), *Report on ESG Activities in FY2023*, GPIF.

Hehenberger, L. and Andreoli, C. (2024), "Impact Measurement and the Conflicted Nature of Materiality Decisions," *Current Opinion in Environmental Sustainability*, Vol.68, Article 101436.

Hirai, A., and Brady, A. (2021), "Managing ESG Data and Rating Risk," *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, July 28, 2021, https://corpgov.law.harvard.edu/2021/07/28/managing-esg-data-and-rating-risk/

IOSCO (2021), *Environmental, Social, and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Final Report*, IOSCO.

Larcker, D. F., Pomorski, L., Tayan, B. and Watts, E. M. (2022), "ESG Ratings: A Compass Without Direction," *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University*, Working Paper.

Li, T., Wang, K., Sueyoshi, T. and Wang, D. (2021), "ESG: Research Progress and Future Prospects," *Sustainability*, Vol.13, No.21, Article 11663.

MSCI (2023), *ESG Ratings*, MSCI Inc.

Principles for Responsible Investment (2020), *Annual Report 2020*, PRI.

S&P Global (2023), *S&P Global Sustainability Yearbook 2023*, S&P Global.

S&P Global (2024), *Corporate Sustainability Assessment 2024*, S&P Global.

Sugai, P., Phattanaprayoonvong, S., Phetharn, J. and Yamazaki, M. (2021), "Valuing Value - A Synthesis of Global Sustainability Frameworks to Establish Objective and Transparent Goals to Measure Value for a Firm, its Shareholders, Customers, Employees, Partners, Society, and the Planet," *Discussion Paper, No: DBS-DP-21-01*, Doshisha Business School.

Sugai, P., Wong, W. K. and Arini, D. (2023), "Impact and Value Measurement - A Way Forward," Value Research Centre Doshisha University White Paper.

Sugai, P., Jenkin, B., Jung, J., Young, H., Nakao, Y. and Arini, D. (2024), "Beyond ESG: Embracing Impact Measurement for Real Sustainable Finance," Asian Impact Management Review, Winter 2024, https://www.aimr.asia/issue/winter-2024/

The SustainAbility Institute by ERM (2023), "Rate the Raters 2023: Investor and Corporate Perceptions of ESG Ratings," The SustainAbility Institute by ERM.

UNEPFI, PRI and The Generation Foundation (2021), "A Legal Framework for Impact: Sustainability Impact in Investor Decision-Making," Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/07/A-Legal-Framework-for-Impact_Report.pdf

Yun, F., Lan, T. and Chen, Y. (2023), "Cover-up or True? Does CSR Disclosure Really Contribute to Corporate Environmental Performance?," *Frontiers in Environmental Science*, Vol.11, Article 1139088.

付表１　バリューモデルの７つのステークホルダー，27のテーマと45のサステナビリティ開示基準およびフレームワークとの対応

付表1–1　バリューモデルの７つのステークホルダーと45のサステナビリティ開示基準およびフレームワークとの対応

Stakeholder ▼	B Impact Assessment	B Team	Common Approach to Impact	Cradle to Cradle Certified	FIIN IRIS+	GRI	IFC	ISSB	JUST 2.0	McKinsey	Measuring Shared Value	Natural Capital Coalition	Organization Guidance System	Planetary Boundaries	SASB	SBTi	SDG	Social and Human Capital Coalition	TCFD
Employee	o	o	o	o	o	o	o		o	o	o	o	o		o		o	o	
Nature	o	o		o	o	o	o	o	o		o	o	o	o	o	o	o		o
Society	o			o		o	o		o		o		o				o	o	
Firm	o	o		o	o	o	o	o					o						o
Customer	o		o		o	o							o		o			o	
Partner	o				o	o	o	o	o		o				o			o	
Shareholder																			

Stakeholder ▼	The National TOMs	UNDP	ILO	US Office Disability Employment Policy	Zero Plastic Rivers vzw	Alliance to End Plastic Waste	OECD	UN Treaty on Plastic Pollutant	Leaping Bunny	LEED	EFRAG	PlasticSoup Foundation
Employee	o	o	o	o							o	
Nature	o	o			o	o	o	o	o	o	o	o
Society	o										o	
Firm		o									o	
Customer											o	
Partner	o										o	
Shareholder												

Stakeholder ▼	ISO 37000	ISO 30414	ISO 14090	ISO 14064	ISO 14080	BRSR	OECD Due Diligance Guidance for Responsible Business Conduct	Singapore Stock Exchange	SEC Climate disclosure	ISO 14001	TNFD
Employee		o				o	o	o			
Nature				o	o	o		o	o		o
Society						o					o
Firm	o	o	o			o	o	o	o	o	o
Customer						o					
Partner						o	o				
Shareholder											

付表1–2　バリューモデルの27のテーマと45のサステナビリティ開示基準およびフレームワークとの対応

Theme	B Impact Assessment	B Team	Common Approach to Impact	Cradle to Cradle Certified	GIIN IRIS+	GRI	IFC	ISSB	JUST 2.0	McKinsey	Measuring Shared Value	Natural Capital Coalition	Organization Guidance System	Planetary Boundaries	SASB	SBTi	SDG	Social and Human Capital Coalition	TCFD
E1: Diversity & Equity	o	o		o	o	o	o		o						o		o	o	
E2: Fair Wages	o			o	o	o			o										
E3: Health, Welfare and Safety	o					o	o		o	o	o	o	o					o	
E4: Development	o		o		o	o			o				o					o	
E5: Engagement and Satisfaction	o					o			o				o		o			o	
E6: Human Rights	o	o		o	o	o	o										o	o	
N1: Waste and Pollution	o	o			o	o	o	o				o		o		o	o		o
N2: Water	o			o	o	o	o	o				o		o	o		o		
N3: Energy	o			o		o		o			o	o			o		o		
N4: Products and Services	o			o		o		o	o		o	o	o		o		o		
N5: Biodiversity				o		o		o	o			o		o			o		
N6: Buildings and Land	o							o							o				
S1: Appropriate Taxes						o												o	
S2: Local Community Development						o	o				o		o				o	o	
S3: Local Employment and Engagement	o			o		o			o									o	
S4: Charity and Volunteerism	o								o										
F1: Transparent Financial Reporting	o				o	o		o					o						
F2: Governance and Firm Structure	o	o		o	o	o	o						o						o
F3: Management Capability																			
C1: Truth in Communications	o				o	o													
C2: Privacy			o		o	o									o			o	
C3: Health, Safety & Satisfaction	o				o	o							o		o			o	
P1: Supply Chain and Distribution Channel Reporting	o				o	o													
P2: Supporting MSMES and VCSES											o								
P3: Environmentally & Socially Responsible Partners						o		o	o						o				
P4: Supply Chain & Distribution Channel Fair Labor Practices						o	o											o	
SH1: Shareholder EVA																			

Theme	The National TOMs	UNDP	ILO	US Office Disability Employment Policy	Zero Plastic Rivers vzw	Alliance to End Plastic Waste	OECD	UN Treaty on Plastic Pollutant	Leaping Bunny	LEED	EFRAG	PlasticSoup Foundation
E1: Diversity & Equity	o										o	
E2: Fair Wages	o										o	
E3: Health, Welfare and Safety	o										o	
E4: Development	o										o	
E5: Engagement and Satisfaction			o	o							o	
E6: Human Rights		o									o	
N1: Waste and Pollution	o				o	o	o	o			o	o
N2: Water											o	
N3: Energy											o	
N4: Products and Services	o	o									o	
N5: Biodiversity	o								o		o	
N6: Buildings and Land										o		
S1: Appropriate Taxes												
S2: Local Community Development	o										o	
S3: Local Employment and Engagement	o											
S4: Charity and Volunteerism	o											
F1: Transparent Financial Reporting											o	
F2: Governance and Firm Structure		o									o	
F3: Management Capability												
C1: Truth in Communications											o	
C2: Privacy												
C3: Health, Safety & Satisfaction											o	
P1: Supply Chain and Distribution Channel Reporting	o										o	
P2: Supporting MSMES and VCSES	o											
P3: Environmentally & Socially Responsible Partners												
P4: Supply Chain & Distribution Channel Fair Labor Practices	o										o	
SH1: Shareholder EVA												

Theme	ISO 37000	ISO 30414	ISO 14090	ISO 14064	ISO 14080	BSR	OECD Due Diligance Guidance for Responsible BusinessConduct	Singapore Stock Exchange	SEC Climate disclosure	ISO 14001	TNFD
E1: Diversity & Equity	o					o		o			
E2: Fair Wages	o					o	o	o			
E3: Health, Welfare and Safety	o					o		o			
E4: Development	o					o	o	o			
E5: Engagement and Satisfaction	o					o					
E6: Human Rights	o					o	o				
N1: Waste and Pollution				o	o	o		o	o		o
N2: Water						o		o			o
N3: Energy						o		o			o
N4: Products and Services						o					o
N5: Biodiversity						o					o
N6: Buildings and Land						o					o
S1: Appropriate Taxes											
S2: Local Community Development						o					
S3: Local Employment and Engagement						o					
S4: Charity and Volunteerism											o
F1: Transparent Financial Reporting		o				o					
F2: Governance and Firm Structure	o	o	o			o	o	o	o	o	o
F3: Management Capability											
C1: Truth in Communications						o					
C2: Privacy											
C3: Health, Safety & Satisfaction						o					
P1: Supply Chain and Distribution Channel Reporting							o				
P2: Suporting MSMES and VCSES							o				
P3: Environmentally & Socially Responsible Partners						o	o				
P4: Supply Chain & Distribution Channel Fair Labor Practices						o					
SH1: Shareholder EVA											

付表２　ステークホルダー別のバリューモデルの目標網羅率

付表2-1　バリューモデルの「従業員」に関する目標別の４つの ESG 評価機関の網羅率

S&P	MSCI	FTSE	ISS
60.9% Coverage	26.1% Coverage	69.6% Coverage	56.5% Coverage

Theme	Goal	S&P	MSCI	FTSE	ISS
E1: Diversity & Equity	E1-A: Full-time Employment				✓
E1: Diversity & Equity	E1-B: Ethnic Diversity	✓		✓	✓
E1: Diversity & Equity	E1-C: Gender Diversity and Equity-based policy	✓		✓	✓
E1: Diversity & Equity	E1-D: Broad Diversity and Representativeness of employees			✓	✓
E2: Fair Wages	E2-A: Transparent Reporting on Employees	✓		✓	
E2: Fair Wages	E2-B: Transparent Reporting on Wages			✓	
E2: Fair Wages	E2-C: Living Wage	✓	✓	✓	
E2: Fair Wages	E2-D: Pay-scale equity among different level employees	✓		✓	
E3: Health, Welfare and Safety	E3-A: Physical Health				✓
E3: Health, Welfare and Safety	E3-B: Retirement Provision		✓		✓
E3: Health, Welfare and Safety	E3-C: Family/Medical Leave	✓			✓
E3: Health, Welfare and Safety	E3-D: Employee Healthcare			✓	
E3: Health, Welfare and Safety	E3-E: Occupational safety and Health Coverage	✓	✓	✓	✓
E3: Health, Welfare and Safety	E3-F: Employee Mental health and wellbeing	✓		✓	✓
E4:Development	E4-A: Training and Education	✓	✓	✓	✓
E4:Development	E4-B: Performance Feedback and Review	✓	✓		
E5:Engagement and Satisfaction	E5-A: Turnover, Inclusion & Engagement	✓	✓	✓	✓
E5:Engagement and Satisfaction	E5-B: Work Flexibility				
E5:Engagement and Satisfaction	E5-C: Freedom of Association	✓		✓	✓
E5:Engagement and Satisfaction	E5-D: Employee Ownership	✓			
E6: Human Rights	E6-A: Human Rights Reporting	✓		✓	✓
E6: Human Rights	E6-B: Human Rights Corrective Action			✓	
E6: Human Rights	E6-C: Human Rights Training			✓	

付表2-2　バリューモデルの「自然環境」に関する目標別の４つの ESG 評価機関の網羅率

S&P	MSCI	FTSE	ISS
31.8% Coverage	72.7% Coverage	68.2% Coverage	81.8% Coverage

Theme	Goal	S&P	MSCI	FTSE	ISS
N1: Waste and Pollution	N1-A: Carbon Neutral	✓	✓	✓	✓
N1: Waste and Pollution	N1-B: Zero non-GHG air emissions	✓	✓	✓	✓
N1: Waste and Pollution	N1-C: Zero Plastic Pollution		✓		
N1: Waste and Pollution	N1-D: 100% Waste reclamation & recycling	✓	✓	✓	✓
N1: Waste and Pollution	N1-E: Zero Sound and Light disturbances				
N2: Water	N2-A: Water infrastructure interaction strategy		✓	✓	✓
N2: Water	N2-B: Water use reporting	✓	✓	✓	✓
N2: Water	N2-C: Discharge water quality			✓	✓
N3: Energy	N3-A: Energy Consumption Reporting	✓		✓	✓
N3: Energy	N3-B: Renewable Energy Use		✓		✓
N3: Energy	N3-C: Carbon Neutral Products		✓	✓	✓
N4: Products and Services	N4-A: Transparently Reported Product Impact		✓	✓	✓
N4: Products and Services	N4-B: Sustainable Sourcing of Raw Materials		✓	✓	✓
N4: Products and Services	N4-C: Products with Positive Societal and Environmental Impact		✓	✓	✓
N4: Products and Services	N4-D: Efficient Packaging		✓		✓
N4: Products and Services	N4-E: Efficient Transportation				✓
N5: Biodiversity	N5-A: Biodiversity Impact	✓	✓	✓	✓
N5: Biodiversity	N5-B: Humane, Compassionate Treatment of All Animals				✓
N5: Biodiversity	N5-C: 100% Sustainably Sourced Palm Oil		✓	✓	
N6: Buildings and Land	N6-A: Transparently Reported Building and Land Use	✓	✓	✓	✓
N6: Buildings and Land	N6-B: 100% certified safe & accessible buildings		✓	✓	
N6: Buildings and Land	N6-C: 100% of new buildings are carbon neutral				✓

付表2-3　バリューモデルの「地域社会」に関する目標別の４つの ESG 評価機関の網羅率

S&P	MSCI	FTSE	ISS
41.7% Coverage	50.0% Coverage	33.3% Coverage	58.3% Coverage

Theme	Goal	S&P	MSCI	FTSE	ISS
S1: Appropriate Taxes	S1-A: Transparent tax reporting	✓	✓		
S1: Appropriate Taxes	S1-B: Appropriate Taxes Paid		✓		
S2: Local Community Development	S2-A: Healthy, Safe, Resilient Community	✓	✓	✓	✓
S2: Local Community Development	S2-B: Benefit-based capital spending				✓
S2: Local Community Development	S2-C: Transparent Social Reporting		✓		
S3: Local Employment and Engagement	S3-A: Local Employment	✓		✓	✓
S3: Local Employment and Engagement	S3-B: Local Ownership				
S3: Local Employment and Engagement	S3-C: Equitable purchasing				
S3: Local Employment and Engagement	S3-D: Local Value Chains		✓		✓
S3: Local Employment and Engagement	S3-E: Supporting Local Youth			✓	✓
S4: Charity and Volunteerism	S4-A: Community volunteering	✓			✓
S4: Charity and Volunteerism	S4-B: Charitable giving	✓	✓	✓	✓

付表2-4　バリューモデルの「顧客」に関する目標別の４つの ESG 評価機関の網羅率

S&P	MSCI	FTSE	ISS
50.0% Coverage	83.3% Coverage	83.3% Coverage	100.0% Coverage

Theme	Goal	S&P	MSCI	FTSE	ISS
C1: Truth in Communications	C1-A: Truth in Labeling		✓	✓	✓
C1: Truth in Communications	C1-B: Truth in Advertising		✓	✓	✓
C2: Privacy	C2-A: Data Security	✓	✓		✓
C2: Privacy	C2-B: Customer Privacy	✓	✓	✓	✓
C3: Health, Safety & Satisfaction	C3-A: Customer Satisfaction	✓		✓	✓
C3: Health, Safety & Satisfaction	C3-B: Customer Health & Safety		✓	✓	✓

付表2-5　バリューモデルの「パートナー」に関する目標別の４つの ESG 評価機関の網羅率

S&P	MSCI	FTSE	ISS
33.3% Coverage	66.7% Coverage	44.4% Coverage	44.4% Coverage

Theme	Goal	S&P	MSCI	FTSE	ISS
P1: Supply Chain and Distribution Channel Reporting	P1-A: Report on Stakeholder Structure in the Supply Chain and Distribution Channel	✓		✓	✓
P1: Supply Chain and Distribution Channel Reporting	P1-B: Report on Supply Chain Diversity, Equity and Inclusion				
P2: Supporting MSMES and VCSES	P2-A: Supporting MSMEs, VCSEs, MWOBEs, and/or SDVOBs through business partnerships		✓		
P2: Supporting MSMES and VCSES	P2-B: Supporting MSMEs, VCSEs, MWOBEs, and/or SDVOBs through education and training		✓		✓
P3: Environmentally & Socially Responsible Partners	P3-A: Suppliers and Distributor Impact Reporting	✓	✓	✓	✓
P3: Environmentally & Socially Responsible Partners	P3-B: Environmental and Social operating requirements		✓	✓	
P3: Environmentally & Socially Responsible Partners	P3-C: Supply Chain Carbon Certification				
P4: Supply Chain & Distribution Channel Fair Labor Practices	P4-A: Audited Fair labor practices throughout supply chain and distribution channels	✓	✓	✓	✓
P4: Supply Chain & Distribution Channel Fair Labor Practices	P4-B: Living wage paid by all suppliers and distributors in partner network		✓		

付表2-6　バリューモデルの「株主」に関する目標別の４つの ESG 評価機関の網羅率

S&P	MSCI	FTSE	ISS
0.0% Coverage	100.0% Coverage	100.0% Coverage	100.0% Coverage

Theme	Goal	S&P	MSCI	FTSE	ISS
SH1: Shareholder EVA	SH1-A: Positive EVA		✓	✓	✓

付表３　主要な４つの ESG 評価機関すべてで網羅されていないバリューモデルの目標と，その目標を構成するサステナビリティ基準

ステークホルダー	テーマ	バリューモデルの目標	S&P	MSCI	FTSE	ISS	バリューモデルの目標を構成するサステナビリティ基準
Employee	E5:Engagement and Satisfaction	E5–B: Work Flexibility	–	–	–	–	ILO,US Office of Disability Employment Policy
Nature	N1: Waste and Pollution	N1–E: Zero Sound and Light disturbances	–	–	–	–	Natural Capital Coalition,TNFD
Society	S3: Local Employment and Engagement	S3–B: Local Ownership	–	–	–	–	B Impact Assessment
Society	S3: Local Employment and Engagement	S3–C: Equitable purchasing	–	–	–	–	Cradle to Cradle Certified
Partner	P1: Supply Chain and Distribution Channel Reporting	P1–B: Report on Supply Chain Diversity, Equity and Inclusion	–	–	–	–	EcoVadis
Partner	P3: Environmentally & Socially Responsible Partners	P3–C: Supply Chain Carbon Certification	–	–	–	–	SASB

謝辞

匿名の査読者には，本稿への有益なご助言を賜りました。ここに記して深く感謝申し上げます。また，本研究の一部は，JSPS 科研費（課題番号：23K22168，基盤研究（B）），および JSPS 科研費（課題番号：24H00148，基盤研究（A））の助成を受けたものです。

（関西大学総合情報学部教授　中尾　悠利子）
（神戸大学大学院経営学研究科教授　國部　克彦）
（同志社大学大学院ビジネス研究科教授　須貝フィリップ）