

DBS-24-01

## 「MSCI ESG レーティング・モデルの評価」

鄭在恩（ジョン ジェウン）同志社大学大学院ビジネス研究科（MBA 2023）

須貝フィリップ 同志社大学大学院ビジネス研究科

日本語訳：永谷理恵

June, 2024

### 要約

本レポートは、MSCI（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル）の ESG レーティングを、世界トップクラスの ESG とサステナビリティ報告に関する国際的枠組み 45 以上を価値創造と測定のための 7 つのステークホルダー、27 のテーマ、81 の目標に集約し統合したモデルであるバリューモデルに照らし合わせたマッピング結果の概要を示すものである。この取り組みにあたり、我々の調査チームは、MSCI の ESG レーティング手法に関する資料一式、特に MSCI の ESG リサーチ LLD が 2024 年 2 月から 3 月にかけて設計した 33 の ESG の重要課題（Key Issue）の手法を調査し、その後、我々の過去の調査における他の国際的枠組みの統合で用いた同じ 5 段階のプロセスに基づき、資料に記載された 33 の重要課題をバリューモデルに照らしてスコアリングするために評価すべきサブ課題を分析した。全体として、MSCI の ESG レーティングはバリューモデルにおける 7 つのステークホルダー全て（100%）、27 のテーマのうち 24 テーマ（89%）、そして 81 目標中 58 目標（58%）をカバーしている結果となった。

**キーワード**： 価値, 価値測定, ESG, サステナビリティ, MSCI, サステナビリティレポート

## 要旨

本レポートは、MSCI（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル）の ESG レーティングを、世界トップクラスの ESG とサステナビリティ報告に関する国際的枠組み 45 以上を価値創造と測定のための 7 つのステークホルダー、27 のテーマ、81 の目標に集約し統合したモデルであるバリューモデルに照らし合わせたマッピング結果の概要を示すものである。この取り組みにあたり、我々の調査チームは、MSCI の ESG レーティング手法に関する資料一式、特に MSCI の ESG リサーチ LLD が 2024 年 2 月から 3 月にかけて設計した 33 の ESG の重要課題（Key Issue）の手法を調査し、その後、我々の過去の調査における他の国際的枠組みの統合で用いた同じ 5 段階のプロセスに基づき、資料に記載された 33 の重要課題をバリューモデルに照らしてスコアリングするために評価すべきサブ課題を分析した。全体として、MSCI の ESG レーティングはバリューモデルにおける 7 つのステークホルダー全て（100%）、27 のテーマのうち 24 テーマ（89%）、そして 81 目標中 58 目標（58%）をカバーしている結果となった。

この結果は、7 つのステークホルダーすべてを網羅し、バリューモデルの 90% 近くを占める幅広いテーマをカバーしていることを示している。一方で、我々の調査により、MSCI の ESG レーティングについて、以下の 5 つの注目すべき懸念点が明らかとなった。

### 1) 要点1：ESGレーティングのプロセスが複雑であること

まずは、MSCI の ESG レーティングが複雑に設計されていることである。この複雑さのために、MSCI の ESG レーティングについて部外者が独自に結果を確認し、又はアクセスすることができず、主観的な ESG スコアリングのツールとして悪用される可能性があるのだ。例えば、重要課題である「生物多様性と土地利用」に関してスコアリングするためには、1) マネジメントスコア、2) エクスポージャースコア、3) ビジネスエクスポージャースコア、4) 事業セグメントエクスポージャースコア、5) 地理的エクスポージャースコアの 5 つ以上のサブ課題を考慮する必要があり、それぞれのサブ課題も異なる計算式を適用して算出する必要がある。この複雑なアプローチによって、アナリストによって異なる結果が算出される可能性が高い上、また外部の独立監査人によっても保証されていない。その結果、企業がより良いスコアを獲得するためにコンサルタントに報酬を支払うという新たな市場が生まれることとなる。しかし、スコアが高いことが、企業やそのステークホルダーにおけるより大きな価値創造やサステナビリティの成果の向上と必ずしも相関するわけではないということが指摘できる。

### 2) 要点2：バリューウォッシュの可能性が高いこと

MSCI がバリューモデルのすべてのステークホルダー及び多くのテーマに関連する幅広いトピックを対象としていることが明らかとなったが、一方で、MSCI のインパクト指標は、我々のインパクト指標の質に関する 5 段階のレーティング手法においては、82%（88 個中 72 個）が 2 ポイント、さらに 18%（88 個中 16 個）が 3 ポイントしか獲得していない。さらに問題なのは、88 個の指標の中で 4 ポイント又は 5 ポイントを獲得したものが無かったことである。インパクト指標の質に関する評価では、高得点であるほどサステナビリティ指標にバリューウォッシュの可能性がないことを示し、低得点であるほど企業がサステナビリティの取り組みにおいてバリューウォッシュを行う機会が多いことを示している。従って、平均点以下の企業では、インパクト指標が企業のサステナビリティへの取り組みということを示

しながら、事実上その逆を行っているということが起こりえる、つまりサステナビリティの取り組みの不完全な理解へと陥る可能性があることが分かる。

### 3) 要点3：既存の国際的枠組みで求められる要件の寄せ集めと欠落した目標があること

バリューウォッシュのリスクに加え、MSCIの33の重要課題以下のサブ課題では、企業のサステナビリティに関するトピックを効果的に測定できていないことが分かった。一方ではMSCIは一つのサステナビリティに関するトピックを複数の視点から繰り返し取り上げており、他方ではバリューモデルの目標の42%（81個中34個）に言及していない。例えば、MSCIは、GRIの枠組みでは主要とされている、従業員ステークホルダーの項目における生活賃金や人権に関する報告などのトピック、また地域社会ステークホルダーの項目における現地雇用のトピックを包含していない。これら2つの制限を考慮すると、MSCIの格付けでは、企業のサステナブルな活動やインパクトを網羅的に見ることはできない。

### 4) 要点4：単一のマテリアリティ、企業及び財務実績に焦点を当てた見方であること

MSCIのインパクト指標は、他の重要なステークホルダーを犠牲にして、企業と株主のステークホルダーを重視していると言える。このことは、以下の図1にも表れている。MSCIのレーティングでは、企業（n=7、88%）と株主価値（n=1、100%）に関連するトピックが高い割合で説明されている一方で、従業員（n=6、26%）、地域社会（n=6、50%）、パートナー（n=6、67%）といった他のステークホルダーに関連する目標は、はるかに低い割合で説明されている。これらの結果から、シングル・マテリアリティの見解では、これがこのようなレーティングシステムを通じて増幅された場合、ステークホルダーへのインパクトとその結果に関連する多くの重要なトピックや目標を見落としていることが分かる。

### 5) 要点5：標準化された指標と最終的な目標がないこと

最後に、MSCIはガバナンスのトピックを除き、業種や国に関係なく各インパクト指標に適用できる共通の標準指標を提供していない。従って、MSCIの格付けに基づいて個々の企業や業界のサステナビリティのパフォーマンスを比較することは、不可能ではないにしても、困難であると言わざるを得ない。さらに、MSCIはいずれの指標においても、明確な最終目標、そして企業のこれら指標に対するパフォーマンスのベンチマーク手段を提供していない。例えば、生物多様性はMSCIのスコアリングを通じて明確に強調されているが、生物多様性の最終目標が示されておらず、つまりはそれに対する企業のパフォーマンスのベンチマークに利用されることはないのだ。

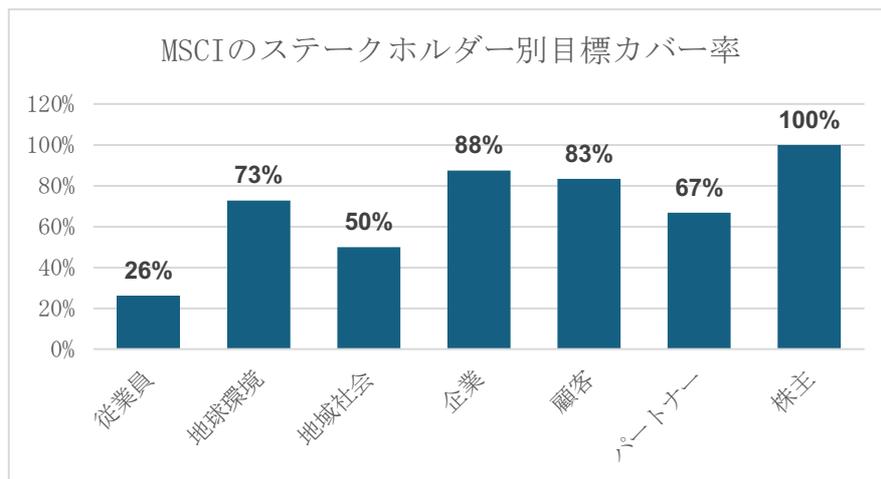


図1. MSCI のバリューモデルに対するステークホルダー別目標カバー率

MSCI の ESG レーティングサービスは 1999 年から開始されているため、ESG 格付け市場における企業のサステナビリティに関するパフォーマンスの評価に大きな影響力を持っていると言える。しかし、すべての格付けにおいて、炭素排出量と生物多様性へのネガティブ・インパクトは、この同じ期間に大幅に増加している。このため、MSCI の ESG レーティングは、インパクトを削減しサステナビリティのパフォーマンスの成果を高め、企業とそのステークホルダー全体で総合的な価値創造を行うためのシステムではなく、企業による広範なバリューウォッシュのためのプラットフォームになっているのではないかと懸念している。

MSCI の ESG レーティングが 33 の重要課題について実際に何を評価しているのかを、また、サステナビリティへのインパクトとそこから生み出される価値及びこのシステムの全体的な価値を理解するために、バリューモデルの 7 つのステークホルダー、27 のテーマ、81 の目標に照らし合わせてマッピングを行った。

なお、本調査は政府、企業、外部第三者から独立して実施されたものであり、本調査の資金は同志社大学 SDGs 支援基金（2023 年 4 月～2024 年 3 月）から提供されたものである。

## はじめに

MSCI 社は、株式、債券、不動産インデックス、マルチアセット・ポートフォリオ分析ツール、ESG 及び気候変動関連商品をグローバルに提供する米国の金融会社である。MSCI は、「より良い投資判断のために」という使命の下、50 年以上にわたるリサーチ、データ、テクノロジーに関する専門知識を有し、世界の投資顧客のために企業のリスクとリターンの分析を行っている。その中で、MSCI の ESG レーティングは、投資家の視点から、重要な ESG 関連の財務リスクと機会に係る企業の経営能力に関する専門的な洞察を提供している。

この ESG レーティングシステムは、3 つの柱（環境、社会、ガバナンス）、10 のテーマ、33 の ESG 重要課題からなる階層構造からなる。MSCI の ESG レーティング手法に関する資料によると、MSCI の ESG レーティングサービスの主な特徴は以下の通りである。

- MSCIのESGレーティングは、企業の同業他社に対する相対的な評価結果に基づき、AAA

(最高格付け) からCCC (最低格付け) までの7段階評価を用いた業界相対的な指標である。

- 企業は、環境・社会分野の関連する重要課題 (2~7の範囲) により評価される。なお、これらの課題は、業界や市場特有の要因によって決定される主要リスクへの企業のエクスポージャーに応じて選択される。
- 環境・社会分野とは異なり、「ガバナンスの重要課題」については、すべての企業が絶対評価と減点方式で評価される。減点要素が見つかった場合、企業は合計点数から最大10ポイントが消費される。
- 企業のESGパフォーマンスを評価するために、MSCIは企業の財務及びサステナビリティ開示、政府発行の第三者データセット、学術誌、メディア、自社又は外部のアナリストなど、様々な二次情報源から生のデータを収集している。従って、MSCIのランキングは、企業自身から提供されたデータのみに基づく結果ではない。

## 企業のサステナビリティ・パフォーマンスの「健康診断」としてのバリューモデル

バリューモデルは、7つのステークホルダー、27のテーマ、81の目標、価値測定のための明確なKPIで構成され、異なる企業間のサステナビリティ・パフォーマンスをベンチマークするモデルである。世界トップクラスのESG及びサステナビリティ報告に関する国際的枠組みの45以上から導き出されたマルチステークホルダーに対する価値測定のための目標ベースのアプローチを提供しているため、企業とその経営陣が、(1)ステークホルダーへのインパクト全体を文脈に沿って理解し、(2)それらに基づいて将来の価値創造活動のための将来を見据えた戦略を策定するための、透明かつ客観的なガイダンスを提供することができる。

この分析を行うために、我々は2024年2月から3月の期間におけるMSCIのESGレーティング手法の資料を確認し、ESGレーティングのモデルに示された33のMSCIの重要課題すべてをマッピングし、2つの方法で採点した。第一に、バリューモデルのステークホルダー、テーマ、目標をカバーしていることを評価し、第二に、他社のESG及びサステナビリティ・パフォーマンスの採点に用いられた場合にバリューウォッシュを防ぎうるかという観点から、MSCIの各重要課題の質を採点した。

### セクション1 バリューモデルに対するMSCIの総合的なカバー率

#### MSCIのESGレーティングのステークホルダー別カバー率

まずは、我々の評価におけるポジティブな評価として挙げられるのは、MSCIの33の重要課題がバリューモデルのすべてのステークホルダーにまたがっており、バリューモデルのテーマの89%の範囲に及ぶことである。以下の表1に示すように、MSCIの重要課題の詳細な内容は、バリューモデルの7つのステークホルダーすべてと27テーマ中24テーマ(89%)をカバーしている。特に、「地球環境」、「地域社会」、「企業」、「顧客」、「株主」の各ステークホルダーのテーマは100%カバーされており、「従業員」(n=4)、「パートナー」(n=3)の2つの領域もバリューモデルの67%、75%と非常に高いカバー率となっている。MSCIがこのように幅広いステークホルダーとテーマをカバーしていることは、7つのステー

クホルダーの企業価値に関連するサステナビリティ・パフォーマンスを総合的に捉えていることの表れであると解釈することができ、逆に、バリューモデルとサステナビリティに関する国際的枠組み、基準、格付けシステムとの整合性を改めて確認する一助となる。

MSCI のこのようなレベルの高い結果が分かった一方で、これらのテーマの中で、バリューモデルの 81 の目標の全体的なカバー率をより詳細に見てみると、残念ながら、バリューモデルの全 81 の目標のうち 34 の目標（42%）がまだ欠けていることが分かる。MSCI は、以下の表 1 に示すように、バリューモデルに対して合計で 58%、47 の目標を達成しており、特に、「企業」（n=7、88%）と「株主」（n=1、100%）の 2 つのステークホルダーは、バリューモデルの目標の約 90%以上をカバーしている。しかし、その他のステークホルダーの目標カバー率については、従業員関連で 26%（n=6）、地域社会関連で 50%（n=6）、パートナー関連で 67%にとどまっており、改善の余地が大きいことが分かった。MSCI のバリューモデル全体の目標カバー率の詳細については、付録 1 に概説する通り。

	テーマ			目標カバー率		
	MSCI	バリューモデル	%	MSCI	バリューモデル	%
すべてのステークホルダー	24	27	89%	47	81	58%
従業員	4	6	67%	6	23	26%
地球環境	6	6	100%	16	22	73%
地域社会	4	4	100%	6	12	50%
企業	3	3	100%	7	8	88%
顧客	3	3	100%	5	6	83%
パートナー	3	4	75%	6	9	67%
株主	1	1	100%	1	1	100%

表 1. バリューモデルに対する MSCI の総合的なカバー率

### 既存の国際的枠組みにおいて報告義務のある目標の欠落

この結果では、MSCI が「企業」と「株主」という 2 つのステークホルダーを他のどのステークホルダーよりも重視していることを示しており、この 2 つの分野で高いカバー率を達成しているにもかかわらず、バリューモデルの目標に対する MSCI のカバー率は全体で 58%（n=47）にとどまっている。このように「企業」と「株主」に重点が偏っているのは、MSCI のレーティングが現在のところ、世界トップクラスの ESG 及びサステナビリティ報告に関する国際的枠組み又は基準で重視されているすべてのステークホルダーを網羅した、企業の包括的なサステナビリティに対する取り組みを評価するものではないためである。以下の表 2 の例は、MSCI がバリューモデルの目標に関連する重要なトピックの多くを見落としていることを示している。バリューモデルの目標が既存の開示基準や枠組みから直接導き出されたものであることから、重要なサステナビリティのトピックにおいて、規制当局と投資家の利

害が一致していないことを示唆している。グローバル・リポーティング・イニシアティブ（GRI）の開示枠組みを一例に、以下の表 2 は、重要ないくつかのトピックにおけるこの不一致の例を示す。

見落としている目標	GRI 指標
E1-c: 性別の多様性と公平性の政策	開示事項 202-1 地域最低賃金に対する標準的新入社員給与の比率（男女）
E2-A: 従業員に関する透明性のある報告	開示事項 2-7 従業員 ディスクロージャー 401-1 新規従業員の採用及び従業員の離職。
E3-C: 介護/医療休暇	開示事項 401-3 育児休暇 「育児休暇を取得する権利を有する従業員」とは、育児休暇取得資格を定めている組織の方針や、協約書、契約書の対象となっている従業員を意味する。 「育児休暇から復職した後、12 ヶ月経過した時点で在籍している従業員」を識別するにあたり、組織は前報告期間の記録を参照することができる。
E5-C: 結社の自由	開示事項 2-30 労働協約
E6-A: 人権に関する報告	開示事項 2-25 マイナスのインパクトの是正プロセス
E6-B: 人権に関する是正措置	開示事項 410-1 人権方針や手順について研修を受けた保安要員 研修は、人権テーマに特化した研修と、全般的な研修プログラムの中で人権テーマを扱う場合のいずれの形式でもよい。研修には、実力の行使、非人道的もしくは侮辱的行為、差別、身元確認および登録、などの問題が含まれる。
S3-A: 現地雇用	開示事項 202-2 地域コミュニティから採用した上級管理職の割合
P1-A: サプライチェーンにおけるステークホルダー構造の報告	開示事項 2-29 ステークホルダー・エンゲージメントへのアプローチ 開示事項 102-40 ステークホルダー・グループのリスト 開示事項 102-42 ステークホルダーの特定および選択 開示事項 102-43 ステークホルダー・エンゲージメントへのアプローチ方法 開示事項 102-44 提起された重要な項目および懸念

表 2. GRI の枠組みで要求している社会的領域のステークホルダーに関して、MSCI が見落としている目標

仮に、MSCI のレーティングが企業のサステナビリティの取り組みのプロキシであり、財務指標以上に投資家のリスクと機会の両方を提起するものであるならば、重要なトピックの多くが投資家の目には触れずに隠されていることは明らかであり、今後の MSCI レーティングの改訂においてそのようなカバー率のギャップは対処されるべきである。

### 単一のマテリアリティの視点：企業と株主に焦点を当てた指標

MSCI の ESG レーティングのモデルは、サステナビリティ情報開示のシングル・マテリアリティという視点に基づいて作成されている。これは、ESG リスクと機会が企業やその財務業績にどのような影響を与えるかという観点からのみ評価されるべきであり、企業がステー

クホルダーにどのような影響を与えるかという追加的な視点、すなわちダブル・マテリアリティの視点は考慮されないというものである。

MSCI の重要課題のインパクト指標の根底にあるこのシングル・マテリアリティの視点は、ESG のスコアリング・アプローチにおける環境、社会、ガバナンスの全ての課題に見られる。表 3 は、この視点の差異が収集・開示データにどのようなインパクトを与えるかを示している。例えば、MSCI は「Climate Change Vulnerability (気候変動保険リスク)」を環境に関するトピックと位置付けているが、このトピックをスコアリングするために MSCI が収集し使用しているデータの詳細を綿密に確認すると、実はこれはバリューモデルにおける企業の項目に属するデータであることが分かる。これは、このデータでは環境へのネガティブなインパクトを低減するために取られた気候そのものに対する行動（環境の観点）ではなく、企業の気候変動リスクの低減に関連する経営者の見解と行動（企業の観点）のみが含まれているからである。この比較と説明のために、他の 3 つの例も同様に示す。

MSCI の重要課題	MSCI の柱	関連資料	関連ステークホルダー
気候変動保険リスク	環境	企業は、気候変動が被保険資産や個人にもたらす可能性のある物理的リスクについて評価を受けている。	企業
環境配慮融資	環境	金融機関は、融資及び引受業務における環境リスクと、グリーンファイナンスに関連する機会を活用する能力について評価を受けている。	企業、地球環境
健康市場機会	社会	企業は、栄養又は健康プロフィールを改善した製品に対する市場の需要に対応していることにつき、評価を受けている。	企業、顧客
責任投資	社会	企業は、自社の資産又は他社に代わって管理する資産について、その管理が環境、社会、ガバナンスへの配慮を統合していることにつき、評価を受けている。	企業、株主

表 3. 誤ったラベルの例

シングル・マテリアリティに基づく ESG レーティングは、実際に、投資家が組織のサステナビリティへの取り組みを理解する際に役立つと言える。しかし、この視点においては、他の主要なステークホルダーよりも企業経営者や株主の利益や視点を優先させるため、企業が持つ実際のインパクトについてバリューウォッシュのリスクを生む。「バリューウォッシュ」とは、「組織が自社やステークホルダーのために、価値ある成果を誤って表示する行為 (actions taken by organizations to misrepresent value outcomes for themselves or their stakeholders)」と定義され、(1) 明確な目標の不在、(2) これらの目標の客観的尺度の不在、(3) 透明性のある報告の不在、(4) 公平な第三者によるフィードバックルー

プの不在、(5) サステナビリティ報告で使用される用語、システム、言葉の複雑さ、などを通じて顕在化する(須貝、2021)<sup>1</sup>。

バリューウォッシュの5つの要素に基づき、次にMSCIのレーティングシステムに含まれる全33の重要課題について、バリューウォッシュの可能性が最も高い0ポイントから、バリューウォッシュの可能性が最も低い5ポイントまでのインパクトデータ測定手法に従って評価した。スコアは以下の内容により導き出される。

- (1) インパクト指標には明確な目標があるか(ない=0ポイント、ある=1ポイント)。
- (2) インパクト指標は、客観的に評価できるという証拠を示しているか(いいえ=0ポイント、はい=1ポイント)。
- (3) インパクト指標は、透明性があり、またそれが独立した第三者によって確認されているという証拠を示しているか(いいえ=0ポイント、はいとなるが現在行われているという明確な証拠がない=1ポイント、はいかつ現在行われているという明確な証拠がある=2ポイント)。  
例えば、プラスチック汚染のインパクト指標に関しては、独立した第三者によって検証される「可能性がある」が、現在これを行う実績のある第三者機関がないため、通常1ポイントとなる。一方、炭素排出量(メートルトン)は、これを行う独立監査人(例えば、UNFCCCによって認定された監査人)が存在するため、2ポイントとなりうる。
- (4) インパクト指標は、「はい/いいえ」の二変数の回答ではなく、尺度変数を使用しているか(いいえ=0ポイント、「はい」=1ポイント)。

---

<sup>1</sup>須貝, (2021), The Definition, Identification and Eradication of Value Washing. Journal of Creating Value 7(2), 165-169.

## セクション2 MSCIにおけるインパクト指標の質と対象範囲

MSCIのインパクト指標の評価システムに包含されるバリューウォッシュの可能性を分析するため、我々はまずMSCIのウェブサイトから33の全ての重要課題に関する完全な資料を収集した。最初の検討では、この33の重要課題の中に複数のサブ課題が混在していることを発見し、MSCIのレーティングの評価を明確にするために、33の重要課題をさらに88のサブ課題に分類した。そして、バリューモデルの7つのステークホルダー、27のテーマ、81の目標に対して、これら88のサブ課題をマッピングした。MSCIが策定した33の重要課題の中で、我々のバリューモデルに基づいて特定されたこれら88のサブ課題の詳細は、付録2に示す通りである。

バリューモデルの目標に対して、33の重要課題の中の88のサブ課題をマッピングした後、上記評価方法に従い各サブ課題を評価した。各重要課題の中には、バリューモデルを代表する目標が平均3つ含まれており、評価が困難かつ煩雑であることが分かった。標準的なアプローチによるMSCIレーティングの評価の複雑さを示すため、3つ以上のバリューモデルの目標が含まれる重要課題についてセクション3に示すこととする。

ステークホルダーによって分類された各インパクト指標をバリューモデルに照らし合わせて評価した後、すべての評価の得点を合計して「合計点」を算出した。次に、各インパクト指標に最大得点である5ポイントを乗じることで、「最大合計点」を算出した。合計点を最大合計点で割ることで、MSCIが達成した最大合計点に対するパーセンテージを示す総合点とした。

### ステークホルダー別インパクト指標の質のカバー率

表4は、バリューモデルに対する7つのステークホルダーの質のカバー率データを示している。ほとんどのステークホルダーの質についての達成率は40~50%であり、「企業」及び「株主」のような最も達成率の高いステークホルダーの領域でさえ、インパクト指標の質について50% (n=57) と53% (n=8) の結果である。この劣悪な結果は、MSCIの資料にある72のインパクト指標項目(82%)が2ポイントであり、他の16のインパクト指標項目(18%)が5点満点中3ポイントを獲得しているという事実に起因していることは明らかである。このようにインパクト指標の質が著しく低いことは、MSCIのレーティングシステムによるバリューウォッシュの可能性が高いことを示しており、バリューモデルでのステークホルダーやテーマが幅広くカバーされているのとは対照的である。

ステークホルダー別 MSCI の質のカバー率					
ステークホルダー	2 ポイント	3 ポイント	合計	バリュー モデル	%
従業員	7	0	14	35	40%
地球環境	25	0	50	125	40%
地域社会	8	2	22	50	44%
企業	12	11	57	115	50%
顧客	9	0	18	45	40%
パートナー	10	1	23	55	42%
株主	1	2	8	15	53%
合計	72	16	192	440	44%

表 4. MSCI のステークホルダー別インパクト指標の質のカバー率

## 評価という名のバリューウォッシュの可能性

前述したように、MSCI はバリューモデルのステークホルダー、テーマ、目標に関連する項目を概ね幅広くカバーしているが、表 5 に示すように、72 のインパクト指標項目（82%）が 5 点満点中 2 ポイントの評価であり、さらに 16 のインパクト指標項目（18%）が 5 点満点中 2 ポイントにとどまる評価となっている点は残念な結果である。これは、MSCI の ESG レーティング・モデルにおけるバリューウォッシュの可能性が高いことを示している。なお、高得点はバリューウォッシュの可能性がないサステナビリティ指標を表し、低得点は企業のサステナビリティへの取り組みにおけるバリューウォッシュの機会が多いことを示している。

バリューウォッシュ スコア	%	インパクト指標の 数
0	0%	0
1	0%	0
2	82%	72
3	18%	16
4	0%	0
5	0%	0
合計	100%	88

表 5. MSCI バリューウォッシュスコアの分布

MSCI は、世界で最も広く採用され、信頼されているサステナビリティの格付け機関である。世界中の企業が、MSCI のレーティングの向上を支援するためにコンサルタントのチームを雇い、高得点を獲得した企業の集合がポートフォリオやインデックスに組み込まれている。しかし、バリューウォッシュの可能性がこれほど高いということは、レーティングが実際のインパクトと乖離しているという根本的なリスクも同様に高いということである。このため、MSCI の ESG レーティングの高さと企業のステークホルダー全体の真の価値創造との

相関を結論づけることは困難であると言える。この結果は、ESG レーティングと財務パフォーマンスとの関連性を疑問視する他の学術論文 (Pucker & King, 2022 など) と一致している。<sup>2</sup>

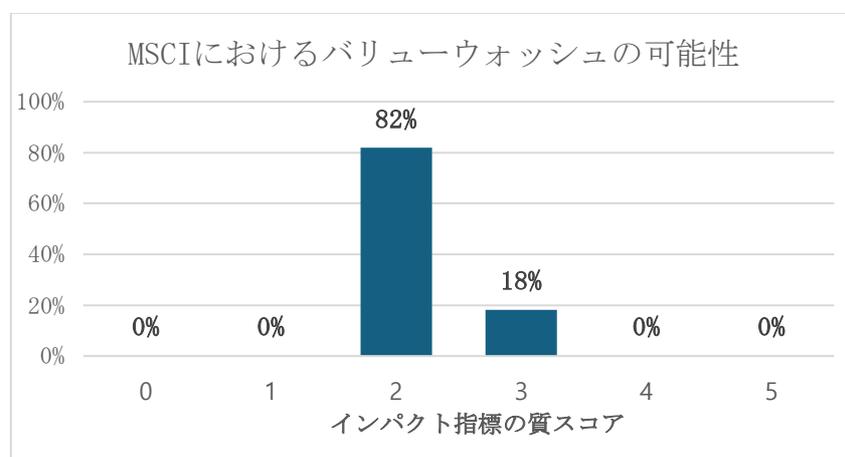


図2. MSCI におけるバリューウォッシュの可能性

MSCI の重要課題及び関連するインパクト指標とバリューモデルのマッピングを通じて、MSCI の ESG レーティングは、バリューウォッシュの可能性を排除するために、特に 1) 第三者によるチェックが可能であること、2) 客観的に評価されること、3) 明確な最終目標を提供すること、といったレーティング手法を強化することで改善できるという結論を出した。これらの改善案については、本レポートの次セクションで詳述する。

<sup>2</sup>Pucker, K., & King, A. (2022). ESG investing isn't designed to save the planet.

### セクション3 改善のための提言

MSCI のステークホルダーとテーマの全体的なカバー率は高いが、残念ながら、特に従業員、地域社会、パートナーのステークホルダー項目において、34 (42%) のバリューモデルの目標が欠落している。さらに重要な点は、インパクト指標の質が著しく不足している点である。これらに対処するため、MSCI の ESG レーティングの手法全般について、以下の改善が考えられる。

#### 提言1：複雑な ESG レーティング・プロセスの削減

前述したように、MSCI は各重要課題に様々な指標や評価基準を織り交ぜ、各スコアを算出するために様々な計算式や評価基準を用いている。例えば、MSCI の環境分野の主要課題の1つである「生物多様性と土地利用」を評価するためには、5つ以上のサブ指標が必要である。さらに、この重要課題は2つの定数、エクスポージャースコアとマネジメントスコアで計算される(図3)。さらに続けると、これらのサブ指標のひとつである「エクスポージャースコア」は、「ビジネスエクスポージャースコア」と「地理的エクスポージャースコア」を含む、「サブサブ指標」と呼ぶべき別の2つの指標を組み合わせて算出される(図4)。さらに、これらのサブサブ指標の1つであるビジネスエクスポージャースコアは、1) 事業セグメントのビジネスセグメントエクスポージャースコア、2) 企業の総資産に対する貢献度に基づくその事業セグメントの企業にとってのウェイト、3) 企業全体における事業セグメントの数を含み、別の計算式と一連のサブ指標を使用して定義される(図5)。予想されるように、これらのサブサブサブメトリクスをスコアリングするためには、異なる計算式や変数も必要となるが、残念ながら MSCI レーティングの資料では説明が省略されている。

$$KI_i = 7 - (\max(EXP_i, 2) - MGMT_i)$$

Where:

- $KI_i$  is the Key Issue Score for company  $i$ .
- $EXP_i$  is the Exposure Score for company  $i$ .
- $MGMT_i$  is the Management Score for company  $i$ .

図3. 生物多様性と土地利用における重要課題スコアの計算式

$$EXP_{BIO,i} = BUS_{BIO,i}(1 + 0.1(GEO_{BIO,i} - 5))$$

Where:

- $EXP_{BIO,i}$  is the Biodiversity & Land Use Exposure Score of company  $i$ .
- $BUS_{BIO,i}$  is the Business Exposure Score of company  $i$ .
- $GEO_{BIO,i}$  is the Geographic Exposure Score of company  $i$ .

図 4. 生物多様性土地利用の重要課題におけるエクスポージャースコアの計算式

$$BUS_{BIO,i} = \sum_{j=1}^{n_i} w_{Asset,i,j} BSE_{BIO,j}$$

Where:

- $BSE_{BIO,j}$  is the Business Segment Exposure Score for business segment  $j$ .
- $w_{Asset,i,j}$  is the weight of business segment  $j$  for company  $i$  based on the contribution to total company assets.
- $n_i$  is the number of business segments of company  $i$ .

図 5. 生物多様性と土地利用の重要課題におけるビジネスエクスポージャースコアの計算式

この複雑なプロセスにより、外部の者から見ると MSCI が各重要課題の評価に多くの指標やサブ指標を考慮した高度な科学的手法を用いているように映るかもしれない。しかし、MSCI のモデルはこれらの計算について明確な説明をしておらず、インパクト指標と最終的な MSCI の ESG レーティングのスコアとの間に再現可能な if/then の関係も示していない。つまり、スコア X が上昇した場合、最終的な結果 Y がどのように算出されるのか見当がつかないということである。従って、外部の者が独立してチェックすることはほとんど不可能であり、良いスコアを出すために何をすべきかを検討するアナリストのチームが必要になるといことが出てくる。これにより、MSCI のような ESG レーティングの市場が形成されているが、実際には企業の複数のステークホルダーにとってのより大きな価値創造にはつながらないと言える。

### なぜこれが重要なのか

MSCI のレーティングシステムが非常に複雑で、主観的かつ不透明であるとする、企業のパフォーマンスと様々なサステナビリティ目標の達成度を比較対照するために使用できる明確で一貫性のあるベンチマークを備えたパフォーマンス評価のダッシュボードを開発し、実施することは不可能である。

サステナビリティのトピックがどのように測定されスコア化されるかを理解するために、博士号と学術研修者のチームが必要とされるような複雑な設計は、最も重要なサステナビリティの課題に取り組むための勝利の方程式ではなく、企業のステークホルダーエコシステム全体で価値を創造するためのものでもない。サステナビリティコンサルタントやサステナビリティデータビジネスは、このような複雑なシステムがあることにより栄えるかもしれないが、我々はそれが今日の企業のサステナビリティの取組みのポイントでも、又は将来の達成のポイントでもないと考える。

### 提言 2：寄せ集めの要件を、明確で合理的かつ客観的なサステナビリティへのインパクトと成果に関する指標とすること

企業のサステナビリティに対するパフォーマンス評価のために使用される計算式が複雑であることに加え、MSCI の各重要課題における要件が重複していることも、企業のサステナ

ビリティに対するパフォーマンスの厳密な評価を妨げていると言える。MSCI では、1つの「重要課題」の中に非常に多くの要求事項を包含しているものが多く、それが33の「重要課題」を通じて繰り返し議論されているのだ。例えば、MSCIの社会に関する重要課題の一つである「地域との関係 (Community Relations)」では、バリューモデルにおける地域社会のステークホルダー項目の、(1) 健康、安全、快活な地域社会、(2) 透明性のある社会的報告、(3) 地域社会のバリューチェーン、パートナーのステークホルダー項目の、(4) サプライヤーやサプライチェーンのインパクト報告、従業員のステークホルダー項目の(5) 人権教育、そして地球環境のステークホルダー項目の(6) 生物多様性へのインパクトといった、バリューモデル内の4つのステークホルダーに関連する6つの異なる目標が同時に取り上げられている。このうち、「健康、安全、快活な地域社会」という目標は、MSCIの(A) 安全な金融商品 (Consumer Financial Protection)、(B) 金融へのアクセス (Access to Finance)、(C) ヘルスケアへのアクセス (Access to Health Care)、(D) 健康市場機会 (Opportunities in Nutrition & Health) の重要課題等、ランキングシステムの他の部分にも複数回含まれていることが分かった。表6は、1つの「重要課題」内で、バリューモデルの様々な目標をどのように含んでいるかの例を示している。

### なぜこれが重要なのか

定義上サステナビリティは複雑な問題であるため、指標が明確に定義されていることは、サステナビリティに関するあらゆる事項の適切な評価と管理のための必要条件であると言える。MSCIの重要課題には、多くの課題、指標、ウェイトが混在しており、結局のところ、何が本当に評価されているのか、またある企業の結果がどの程度まで他企業と比較可能であるか、さらには、ある企業のある年のパフォーマンスを、次年度の自社のサステナビリティに対するパフォーマンスのベンチマークとして利用できるのかさえ、定かでないのだ。

ここで最も残念なのは、MSCIが利益、売上、ROA、ROIなどの財務指標の一貫した報告で繁栄している金融業界に深く組み込まれていることだ。これと同レベルの厳格さがESG格付けに適用されていないことは、驚きであると同時に残念なことでもあり、特に、MSCIはこのような欠点に即座に対処する市場力を持っており、そうすることで世界の企業がサステナビリティのパフォーマンスの評価・報告方法を即座に変えることができるからだ。

MSCIの重要課題	関連するバリューモデルの目標	関連ステークホルダー	含まれるゴール数
地域との関係	健康、安全、快活な地域社会、透明性のある社会的報告、地域社会のバリューチェーン、サプライヤーやサプライチェーンのインパクト報告、人権教育、生物多様性へのインパクト	地域社会、パートナー、従業員、地球環境	6
プライバシーとデータセキュリティ	データセキュリティ、顧客に関する秘密保持、企業統制に関する報告、人権教育、教育や育成を通じたMSME/VCSE/MWOBE/SDVOBsの支援	消費者、従業員、企業、パートナー	5
紛争メタル	サプライヤーやサプライチェーンのインパクト報告、サプライヤーやサプライチェーン全体の公正な雇用の監査、サステナブルな材料調達、誠実な表示	パートナー、環境、顧客	4

表6. MSCIの重要課題に含まれる様々な目標

我々の分析から得られた知見に基づくと、2人の経験豊富なアナリストが全く同じ企業データに対して全く同じMSCIのESGスコアリング手法を用いたとしても、分析終了時に同じスコアに達することは考えられない。MSCIやMSCIの評価手法を用いた業務に携わるアナリストから、我々の懸念が誤りであると証明するフィードバックがあれば歓迎したいが、それまでは、MSCIのESGランキングを基に投資判断をしている方々に対して、その手法によって得られた結果の妥当性や真実性について、自身の結論を出すために、その手法に関する資料を注意深く確認するよう推奨したい。

### 提言3：標準的な指標と最終目標の策定

最後に、MSCIのESGレーティングには明確で客観的な最終目標がなく、現在又は将来の更なる価値創造に向けて、企業が自社のパフォーマンスをベンチマークすることが困難であるという点に注目したい。例えば、環境に関する重要課題の1つである「クリーンテクノロジー（Opportunities in Clean Technology）」は、マネジメントスコアの項目においてクリーンテクノロジーへの投資を増やすことに関する目標（“to increase investment in clean tech”）を提示しているが、これでは不明確であり、また標準化された評価方法がない点において具体的な目標ではないと言える。また、ガバナンスに関する課題を除いて、業種・業界・国を問わず、すべての重要課題に適用できる共通の指標はない。このようなアプローチは、同じ業種や地理的市場内の類似企業の財務リスクを比較する場合には有効であるかもしれないが、業種や市場の異なる企業にこのアプローチを適用することは非常に困難である。

#### なぜこれが重要なのか

MSCIのESGレーティングの目的は、(1)サステナビリティに関連する成果とそこから生み出される価値を向上させることなのか、それとも(2)消費・販売できるESGトピックに関するデータを生成することなのかを考えたい。もし前者であれば、MSCIは継続的に企業のサステナビリティに対するパフォーマンスのベンチマークに利用できるような明確な最終目標を策定するべきである。後者であれば、業界関係者がこのことを明確にし、前者と後者を混同しないことが重要である。我々は、当然この制度の真の目的が上記(1)に沿ったものであり、ひいては、我々のフィードバックが建設的なものとして、そして将来の変更に資するものとして検討されることを願っている。

### 結論

MSCIのESGレーティングのモデルは、個々の企業やその競合他社がESG関連のリスクや機会をいかに効果的に管理しているかについて、より大きな業界や国のパフォーマンス・ベンチマークに照らしてスコアリングすることに重点を置く。このため、MSCIは企業や株主の課題、特にガバナンス構造や経済的付加価値のカバー率が優れている。さらに、MSCIはバリューモデルで示しているステークホルダーとテーマのほとんどをカバーしている（ステークホルダー別カバー率100%、テーマ別カバー率平均89%）。しかし、バリューモデルにおける34の目標（42%）が、サステナビリティトピックのカバー率から欠落している。

さらに重要な点として、MSCIのインパクト指標はすべて、我々の質の評価システムに照らして評価したところ、5点満点中2ポイント又は3ポイントであった点を挙げたい。この

低いスコアは、MSCI の ESG ランキングが ESG パフォーマンス評価の仮面をかぶったバリューウォッシュツールとして働く可能性があることを示唆している。また、MSCI のレーティングがサステナブルな活動やインパクトについての企業、業界、市場のコミットメントに対して、真に意味のある洞察を提供することを目的とするのであれば、複雑なアプローチ、複雑な要求事項、最終目標の欠如、非常に可変的なプロセスは、改善されなければならないことが分かった。

MSCI は数十年にわたり ESG レーティング市場のグローバルリーダーともいえる位置づけであり、その優位性を考慮すると、MSCI の ESG レーティングが広範なバリューウォッシュのプラットフォームとして利用されることが懸念される。従って、組織や投資家がこのような ESG レーティングを利用する場合は、その長所と限界の両方を理解した上で利用することを強く推奨したい。さらに、我々の考察は、サステナビリティ評価・格付け業界のより広範な範囲において、実際のマルチステークホルダーのインパクト評価に際し、シンプルで明確かつ分かりやすい方法での視点のシフトを促すものでありたい。そのような変化により、単にパフォーマンスを報告する企業に対してではなく、自社とそのステークホルダーの総体として、より高いレベルの価値を創造する企業を高く評価することができるようになると考える。よりシンプルで標準的な、エビデンスに基づく評価を支持することで、今後のサステナビリティに関する議論と取組みが、我々が一貫して議論しながらも全体としてはまだ達成できていないサステナビリティの成果を実際に達成することに、再び重点を置くことができるであろう。

付録 1. MSCI のステークホルダー別目標カバー率

\*ハイライトした箇所：MSCI でカバーされている目標、ハイライトのない箇所色：MSCI で示されていない目標

Stakeholder	81 Value Model Goals											
Employee	E1-A Full-time Employment	E1-B Ethnic Diversity	E1-C Gender Diversity and Equity-based policy	E1-D Broad Diversity and Representativeness of employees	E2-A Transparent Reporting on Employees	E2-B Transparent Reporting on Wages	E2-C Living Wage	E2-D Employee Healthcare	E3-A Physical Health	E3-B Retirement Provision	E3-C Family/Medical Leave	E3-D Employee Healthcare
	E3-E Occupational safety and Health Coverage	E3-F Employee Mental health and wellbeing	E4-A Training and Education	E4-B Performance Feedback and Review	E5-A Turnover, Inclusion & Engagement	E5-B Work Flexibility	E5-C Freedom of Association	E5-D Employee Ownership	E6-A Human Rights Reporting	E6-B Human Rights Corrective Action	E6-C Human Rights Training	
Nature	N1-A Carbon Neutral	N1-B Zero non-GHG air emissions	N1-C Zero Plastic Pollution	N1-D 100% Waste reclamation & recycling	N1-E Zero Sound and Light disturbances	N2-A Water infrastructure interaction strategy	N2-B Water use reporting	N2-C Discharge water quality	N3-A Energy Consumption Reporting	N3-B Renewable Energy Use	N3-C Carbon Neutral Products	N4-A Transparently Reported Product Impact
	N4-B Sustainable Sourcing of Raw Materials	N4-C Products with Positive Societal and Environmental Impact	N4-D Efficient Packaging	N4-E Efficient Transportation	N5-A Biodiversity Impact	N5-B Humane, Compassionate Treatment of All Animals	N5-C 100% Sustainably Sourced Palm Oil	N6-A Transparently Reported Building and Land Use	N6-B 100% certified safe & accessible buildings	N6-C 100% of new buildings are carbon neutral		
Society	S1-A Transparent tax reporting	S1-B Appropriate Taxes Paid	S2-A Healthy, Safe, Resilient Community	S2-B Benefit-based capital spending	S2-C Transparent Social Reporting	S3-A Local Employment	S3-B Local Ownership	S3-C Equitable purchasing	S3-D Local Value Chains	S3-E Supporting Local Youth	S4-A Community volunteering	S4-B Charitable giving
Firm	F1-A Transparent reporting on financial performance	F1-B Government relationship	F2-A Mission Driven	F2-B Governance Reporting	F2-C Board Composition	F2-D Outside Director Ratio	F2-E Zero Corruption	F3-A Positive EVA				
Customer	C1-A Truth in Labeling	C1-B Truth in Advertising	C2-A Data Security	C2-B Customer Privacy	C3-A Customer Satisfaction	C3-B Customer Health & Safety						
Partner	P1-A Report on Stakeholder Structure in the Supply Chain and Distribution Channel	P1-B Report on Supply Chain Diversity, Equity and Inclusion	P2-A Supporting MSMEs, VCSEs, MWOBs, and/or SDVOBs through business partnerships	P2-B Supporting MSMEs, VCSEs, MWOBs, and/or SDVOBs through education and training	P3-A Suppliers and Distributor Impact Reporting	P3-B Environmental and Social operating requirements	P3-C Supply Chain Carbon Certification	P4-A Audited Fair labor practices throughout supply chain and distribution channels	P4-B Living wage paid by all suppliers and distributors in partner network			
Shareholder	SH1-A Positive EVA											

付録 2. MSCI の重要課題とサブ課題のバリューモデル目標へのマッピング

Pillar	No.	MSCI Key Issues	No.	Sub-Issues Identified	VM Goals Mapped
E	1	Carbon Emissions	1	Carbon neutral-specific	N1-A :Carbon Neutral
			2	Renewable energy - specific	N3-B :Renewable Energy Use
	2	Climate Change Vulnerability	3	Governance reporting- specific	F2-B :Governance Reporting
	3	Financing Environmental Impact	4	Mission driven- specific	F2-A :Mission Driven
			5	Positive impact product-specific	N4-C :Products with Positive Societal and Environmental Impact
	4	Product Carbon Footprint	6	Carbon neutral product-specific	N3-C : Carbon Neutral Products
			7	Carbon neutral-specific	N1-A :Carbon Neutral
			8	Raw material sourcing-specific	N4-B :Sustainable Sourcing of Raw Materials
	5	Biodiversity & Land Use	9	Biodiversity impact- specific	N5-A :Biodiversity Impact
			10	Transport reporting-specific	N6-A :Transparently Reported Building and Land Use
			11	Water use reporting-specific	N2-B :Water use reporting
	6	Raw Material Sourcing	12	Raw material sourcing-specific	N4-B :Sustainable Sourcing of Raw Materials
			13	Palm oil- specific	N5-C 100% Sustainably Sourced Palm Oil
			14	Labeling- specific	C1-A Truth in Labeling
	7	Water Stress	15	Water strategy- specific	N2-A : Water infrastructure interaction strategy
			16	Water use reporting- specific	N2-B :Water use reporting
			17	Mission driven- specific	F2-A : Mission Driven
	8	Electronic Waste	18	Waste recycling- specific	N1-D :100% Waste reclamation & recycling
			19	Positive impact product-specific	N4-C :Products with Positive Societal and Environmental Impact
	9	Packaging Material & Waste	20	Efficient packing- specific	N4-D : Efficient Packaging
			21	Waste recycling- specific	N1-D :100% Waste reclamation & recycling
			22	Plastic pollution- specific	N1-C :Zero Plastic Pollution
	10	Toxic Emissions & Waste	23	Non-GHG emission- specific	N1-B : Zero non-GHG air emissions
			24	Governance reporting- specific	F2-B: Governance Reporting
			25	Operating requirement- specific	P3-B :Environmental and Social operating requirements.
	11	Opportunities in Clean Tech	26	Financial reporting-specific	F1-A :Transparent reporting on financial performance
			27	Positive impact product-specific	N4-C :Products with Positive Societal and Environmental Impact
	12	Opportunities in Green Building	28	Safe & accessible building- specific	N6-B: 100% certified safe & accessible buildings
			29	Building & land reporting- specific	N6-A: Transparently Reported Building and Land Use
	13	Opportunities in Renewable Energy	30	Renewable energy - specific	N3-B :Renewable Energy Use
			31	Government relationship- specific	F1-B : Government relationship

Pillar	No.	MSCI Key Issues	No.	Sub-Issues Identified	VM Goals Mapped
S	14	Health & Safety	32	Employee safety-specific	E3-E: Occupational safety and Health Coverage
			33	Governance reporting- specific	F2-B :Governance Reporting
			34	Fair labor in partner- specific	P4-A: Audited Fair labor practices throughout supply chain & distribution channels
	15	Human Capital Development	35	Employee Inclusion- specific	E5-A Turnover, Inclusion & Engagement
			36	Employee training- specific	E4-A Training and Education
			37	Performance feedback- specific	E4-B Performance Feedback and Review
	16	Labor Management	38	Employee living wage-specific	E2-C Living Wage
			39	Employee training- specific	E4-A Training and Education
			40	Retirement- specific	E3-B Retirement Provision
	17	Supply Chain Labor Standards	41	Fair labor in partner- specific	P4-A Audited Fair labor practices throughout supply chain & distribution channels
			42	Living wage in partner-specific	P4-B Living wage paid by all suppliers and distributors in partner network
			43	Supporting partners- specific	P2-B Supporting MSMEs, VCSEs, MWOBes, and/or SDVOBs through education & training
	18	Chemical Safety	44	Customer health- specific	C3-B Customer Health & Safety
			45	Labeling- specific	C1-A Truth in Labeling
			46	Product impact reporting- specific	N4-A Transparently Reported Product Impact
	19	Consumer Financial Protection	47	Advertising- specific	C1-B Truth in Advertising
			48	Healthy community- specific	S2-A Healthy, Safe, Resilient Community
	20	Privacy & Data Security	49	Data security- specific	C2-A Data Security
			50	Customer privacy- specific	C2-B Customer Privacy
			51	Governance reporting- specific	F2-B Governance Reporting
	21	Product Safety & Quality	52	Customer health- specific	C3-B Customer Health & Safety
53			Advertising- specific	C1-B Truth in Advertising	
54			Partner impact reporting- specific	P3-A Suppliers and Distributor Impact Reporting	
22	Responsible Investment	55	Firm EVA- specific	F3-A Positive EVA (Firm)/EVA (Industry) ratio	
		56	Shareholder EVA- specific	SH1-A Positive EVA	
		57	Governance reporting- specific	F2-B Governance Reporting	
23	Community Relations	58	Healthy community-specific	S2-A Healthy, Safe, Resilient Community	
		59	Social reporting- specific	S2-C Transparent Social Reporting	
		60	Partner impact reporting- specific	P3-A Suppliers and Distributor Impact Reporting	
24	Controversial Sourcing	61	Partner impact reporting- specific	P3-A Suppliers and Distributor Impact Reporting	
		62	Fair labor in partner- specific	P4-A Audited Fair labor practices throughout supply chain & distribution channels	
		63	Raw material Sourcing-specific	N4-B Sustainable Sourcing of Raw Material	

Pillar	No.	MSCI Key Issues	No.	Sub-Issues Identified	VM Goals Mapped
S	25	Access to Finance	64	Healthy community-specific	S2-A Healthy, Safe, Resilient Community
			65	Governance reporting- specific	F2-B Governance Reporting
			66	Charitable giving- specific	S4-B Charitable giving
	26	Access to Health Care	67	Healthy community- specific	S2-A Healthy, Safe, Resilient Community
			68	Local value chain- specific	S3-D: Local Value Chains
			69	Supporting partners- specific	P2-A: Supporting MSMEs, VCSEs, MWOBs, and/or SDVOBs through business partnerships
	27	Opportunities in Nutrition & Health	70	Customer health- specific	C3-B Customer Health & Safety
			71	Governance reporting- specific	F2-B Governance Reporting
			72	Healthy community-specific	S2-A Healthy, Safe, Resilient Community
G	28	Board	73	Governance reporting- specific	F2-B Governance Reporting
			74	Board composition- specific	F2-C Board Composition
			75	Zero corruption- specific	F2-E Zero Corruption
	29	Pay	76	Governance reporting- specific	F2-B Governance Reporting
			77	Shareholder EVA- specific	SH1-A Positive EVA
			78	Firm EVA- specific	F3-A Positive EVA (Firm)/EVA (Industry) ratio
	30	Ownership & Control	79	Shareholder EVA- specific	SH1-A Positive EVA
			80	Governance reporting- specific	F2-B Governance Reporting
	31	Accounting	81	Governance reporting- specific	F2-B Governance Reporting
			82	Financial reporting-specific	F1-A :Transparent reporting on financial performance
	32	Business Ethics	83	Zero corruption- specific	F2-E Zero Corruption
			84	Government relationship- specific	F1-B : Government relationship
			85	Partner impact reporting- specific	P3-A: Suppliers and Distributor Impact Reporting
	33	Tax Transparency	86	Government relationship- specific	F1-B Government relationship
			87	Tax reporting- specific	S1-A Transparent tax reporting
88			Tax paid- specific	S1-B Appropriate Taxes Paid	

\*バリューモデルの詳細については、社会価値研究センターのウェブサイト (<https://www.valueresearchcenter.com/value-mode>) から参照可能。