



Index Insights | Sustainable investment | Equity

全ての ESG スコアが 同じというわけでは ない

FTSE Blossom Japan が企業行動とエン
ゲージメントに及ぼす影響

March 2024



**FTSE
RUSSELL**
An LSEG Business

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

四半期分析

新 NISA の運用が開始され、新たに複数のサステナブル投資指数も対象となりましたが、**Blossom** インデックスのパフォーマンスには、企業による ESG 開示、ESG スコアの方法論、ESG 要因が考慮されています。

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。

当四半期分析の主なハイライト:

- FTSE Russell の ESG データは、完全な透明性の高いアプローチに従って、パブリックに開示された情報に基づいて評価されている
- ESG 要因が引き続き **Blossom** インデックス・シリーズのパフォーマンスを牽引
- **SGX FTSE Blossom Japan** インデックス先物の建玉は、2024 年 1 月末時点で 1 億 1,900 万米ドルと堅調に推移

ESG 開示情報は、ESG スコア・エンゲージメントと ESG インデックス投資の両方に不可欠

新 NISA 2024 への月間流入額は過去最高

2024 年 1 月からスタートした新 NISA は、日本株が 34 年ぶりの高値を更新したこともあり、資金流入は堅調に推移しているようです。新聞報道によると、2024 年 1 月には証券会社 10 社の口座を通じた対面・オンラインの購入総額が 1 兆 8000 億円を突破したようです。単純な比較はできませんが、資金流入は旧 NISA の 3 倍のペースで記録されており、80%がオンライン証券に、60%が投資信託に流入しているということです。

前回の「日本のサステナブル投資」レポートでもお伝えしたように、新 NISA は初めて ESG (サステナビリティ) 指数を成長投資枠の対象に組み入れました。FTSE Blossom Japan インデックスに連動するインデックスファンド(ETF) は、FTSE ESG スコアに基づき、ESG 情報開示が優良な企業に投資するインデックスです。

企業の開示情報を使って評価する FTSE Russell の ESG スコア

FTSE Russell の ESG データベースは、パブリックに開示されている情報に基づいています。データ収集の根拠は、データが「プライベートな調査ベースのデータと比較して信頼性が高く、主観的ではない」ためであり、「透明性プロセスを強化する」と考えているからです。¹ FTSE Russell の ESG スコアは、300 以上の ESG 関連指標に基づいて評価が行われており、企業が行っている事業やその活動国に応じて指標が適用されています。FTSE Russell は、このアプローチは「完全に追跡可能であり、データの収集ソースと企業のスコアの計算方法を開示できる」と述べています。

¹ Source: FTSE Russell, [Corporate engagement within sustainable investment](#), August 2022.

開示量の多さ、完成度の高さゆえに、大企業の ESG スコアが高くなる傾向があるのか？

大企業(大型株)はより多くの情報を開示しているため、スコアが高くなる傾向があるというバイアスを主張する人もいます。ただし、常にそうであるとは限りません。逆に、大企業は中小企業よりも FTSE Russell の ESG スコアを高く取得するのが難しい部分もあります。

第 1 に、企業における事業の種類及び展開する国が多ければ多いほど、ESG 指標の適用が多くなるため、より多くの ESG 情報に関する開示が求められます。大企業は中小企業よりも事業を多様化し、複数の国で事業を展開するケースが多いことを考えると、高得点を得ることはより難しくなります。さらに、ESG スコアの算出にあたっては、各 ESG テーマにおける企業の関連性（影響度）の高さを示すエクスポージャー(低、中、高)を特定しています。エクスポージャーが高いと特定された場合、企業はより高いスコアを受け取るためにより多くの情報を開示する必要があります。

第 2 に、例えばガバナンス評価において大型株のみに適用される「税の透明性」というテーマがあります。一部のタックスヘイブんで事業を展開する中型多国籍企業を除き、この指標は中小型株には適用されないため、非開示は全体のスコアに影響を与えません。

税の透明性に関するテーマ (GTX)

税の透明性に関するテーマは、納税義務への第一歩として、企業の税の透明性と監視に焦点を当てています。企業は以下のように分類されます：

- ミディアム・エクスポージャー: 先進国市場に分類されるすべての大型株企業
- ミディアム・エクスポージャー: 先進国に分類される中型株企業でプライマリー・インパクト(のある)国で事業を展開する多国籍企業、サブセクターは関係なし
- エクスポージャーなし: エマージング市場の大型株企業について、データは収集されるが、ESG 評価への適用はなし

図表 1. 税の透明性に関するテーマの内訳

Size	Market	Subsector Impact Category	Geography Countries *	Multinational	Exposure Identification
Large	Developed				M
Mid	Developed		✓	✓	M
Large	Emerging				Data collected only

Source: FTSE Russell.

実際、FTSE の分類における大型株、中型株、小型株の平均 ESG スコアを見ると、大型株の平均スコアは確かに高くなっていますが、その理由は、大企業にはサステナビリティに重点を置いた専門部署の人員と予算があるからだと考えています。一方、中小企業は、サステナビリティや ESG 情報の開示について、経理、広報、経営企画などの部門が兼務して行う場合が多く見受けられます。

また、東証のコーポレートガバナンス・コードにおける、TCFD に沿った気候変動リスクの開示義務や、金融庁による炭素排出量の開示義務などの規制は、東証プライム上場企業に適用されます。これが、大型株が ESG 情報の開示に力を入れている理由である可能性もあります。

FTSE Russell の ESG スコアは、エンゲージメントの成功を測定するのに適している

2023年10月に日本で開催された UN-PRI in Person アカデミックセッションで最優秀論文賞を受賞した [「Analysing the world's largest asset owner's approach to ESG engagement」](#) によると、マネジャーによる ESG エンゲージメントのインパクトは、ESG スコアリングの方法論の違いによって説明できる可能性があります。この論文では、FTSE 加重スコアの方が適切であると結論付けています。

すべての ESG スコアや ESG インデックスが同じというわけではない

ESG スコアや ESG インデックスに関しても、様々な手法や効果があります。大切なのは、まず ESG のスコアリング手法とその違いを理解することです。そのため、ESG のスコアリング手法が明確でない ESG インデックスへの投資は避けるべきです。

投資判断における長期的なパフォーマンスを比較したり、ESG スコアリング手法の異なる複数の ESG インデックスに分散投資を行ったりすることも効果的と思われます。

ESG ファクターが牽引し続ける Blossom インデックスの好パフォーマンス

前回のレポートでは、FTSE Blossom インデックス・シリーズのパフォーマンスを説明する上でより有効な要因分析モデルとして、ESG ファクターモデルをご紹介しました。当期レポートより、この ESG ファクターモデルを主モデルとして FTSE Blossom インデックス・シリーズの四半期パフォーマンス分析をアップデートして参ります。

図表 2. FTSE Blossom インデックス・シリーズは引き続き伝統的市場指数をアウトパフォーム



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

まず長期累積リターンでの比較では、FTSE Blossom Japan インデックスと FTSE Blossom Japan Sector Relative インデックスはいずれも伝統的な市場インデックスをアウトパフォームしました。一方、四半期単位でのパフォーマンスを比較すると両指数の間では興味深い違いを示す結果となりました。

Blossom Japan インデックスは当四半期において、ベンチマークである FTSE Japan All Cap インデックスを 69 b p 程下回る結果となりました。その中身をファクター分析で詳しく見ると、このアンダーパフォーマンスはほぼクオリティファクターの -95bp で説明が付くことが分かります。逆に ESG ファクターは +72bp と、当四半期においてもプラス貢献をしていたことが分かります。

一方で Blossom Japan Sector Relative インデックスは、当四半期においても引き続きベンチマークを上回るパフォーマンスを示しました (+26bp)。ESG ファクターが最大のプラス寄与 (+43bp)、一方で先述の Blossom Japan インデックスと同様にクオリティファクターは Blossom Japan Sector Relative インデックスにおいてもマイナス寄与 (-35bp) となりました。

図表 3. Blossom Japan インデックスと Blossom Japan SR インデックスのパフォーマンス要因分析
(ESG ファクターモデル)

Attribution with Industry and Style Factor - Return Contribution (bps)								
Blossom Japan Index	Industry	Value	Quality	Volatility	Momentum	ESG	Residual	Total Excess
2015/12/31 - 2023/9/30	-199	199	-60	-158	171	1,074	259	1,286
2015/12/31 - 2023/12/31	-187	163	-155	-166	183	1,146	233	1,217
Quarterly Change	12	-36	-95	-8	13	72	-26	-69

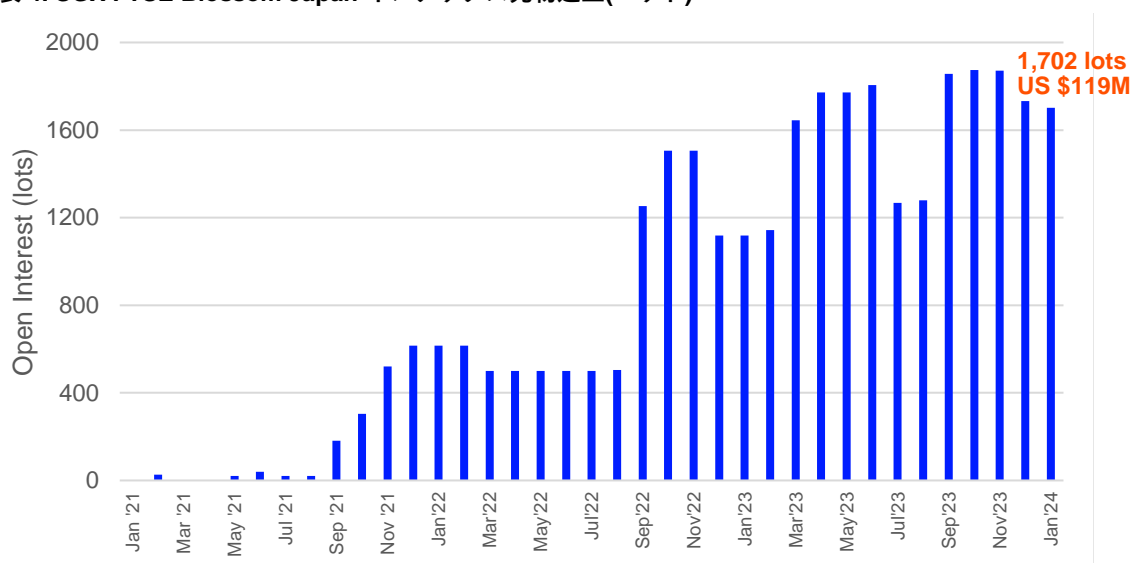
Attribution with Industry and Style Factor - Return Contribution (bps)								
Blossom Japan SR Index	Industry	Value	Quality	Volatility	Momentum	ESG	Residual	Total Excess
2015/12/31 - 2023/9/30	-43	39	-116	-57	247	619	108	798
2015/12/31 - 2023/12/31	-24	34	-151	-60	255	663	107	823
Quarterly Change	18	-5	-35	-3	8	43	-1	26

Source: FTSE Russell, Data as of December 31, 2023. Data covers the period from December 31, 2015 to December 31, 2023

ブロッサムは引き続きアウトパフォーム

SGX FTSE Blossom Japan インデックス先物の建玉は、2024年1月末時点で1億1,900万米ドルと堅調に推移しています。2023年2月から2024年1月までの12ヶ月間の1日平均取引高は370万米ドルで、最も流動性の高い日本のESGコントラクトとしてのSGX先物取引の地位をさらに確固たるものになりました。

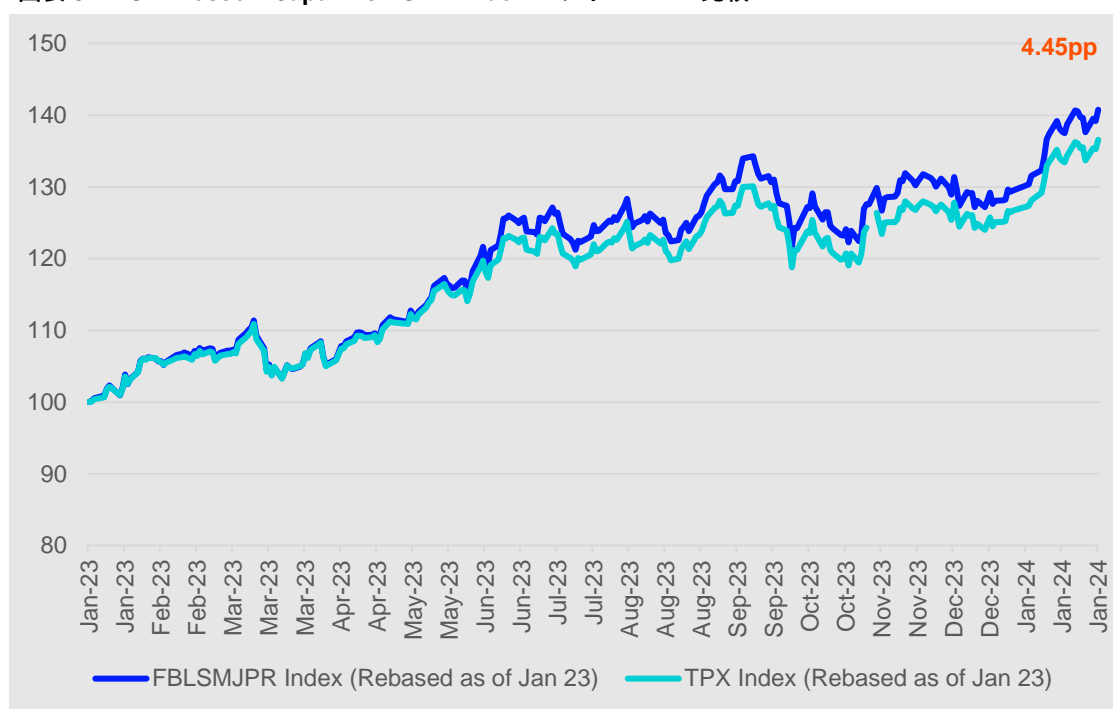
図表 4. SGX FTSE Blossom Japan インデックス先物建玉(ロット)



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

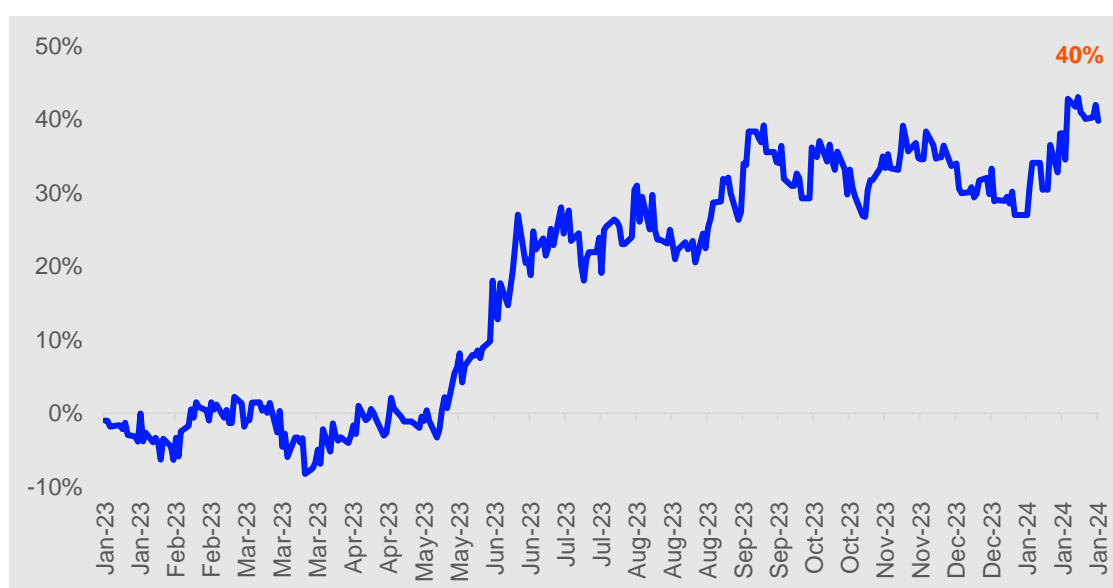
FTSE Blossom Japan インデックスは、2023年1月から2024年1月にかけて、日本の主要ベンチマーク指数に対して引き続きアウトパフォームし、パフォーマンスの差は2024年1月23日に4.45%ポイントの歴史的なピークを記録しました。デリバティブ先物の利用方法を説明するために、SGX FTSE Blossom Japan インデックスのロング先物とTOPIXのショート先物で構成される当初マーケットニュートラルなポートフォリオのパフォーマンスを計算しました。3M JPY OIS レート+100bpsの資金調達コスト、10%の必要総証拠金、その他の取引コストがないと仮定した、仮想ポートフォリオは期間中に40%の利益をました。

図表 5. FTSE Blossom Japan vs TOPIX Index パフォーマンス比較



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

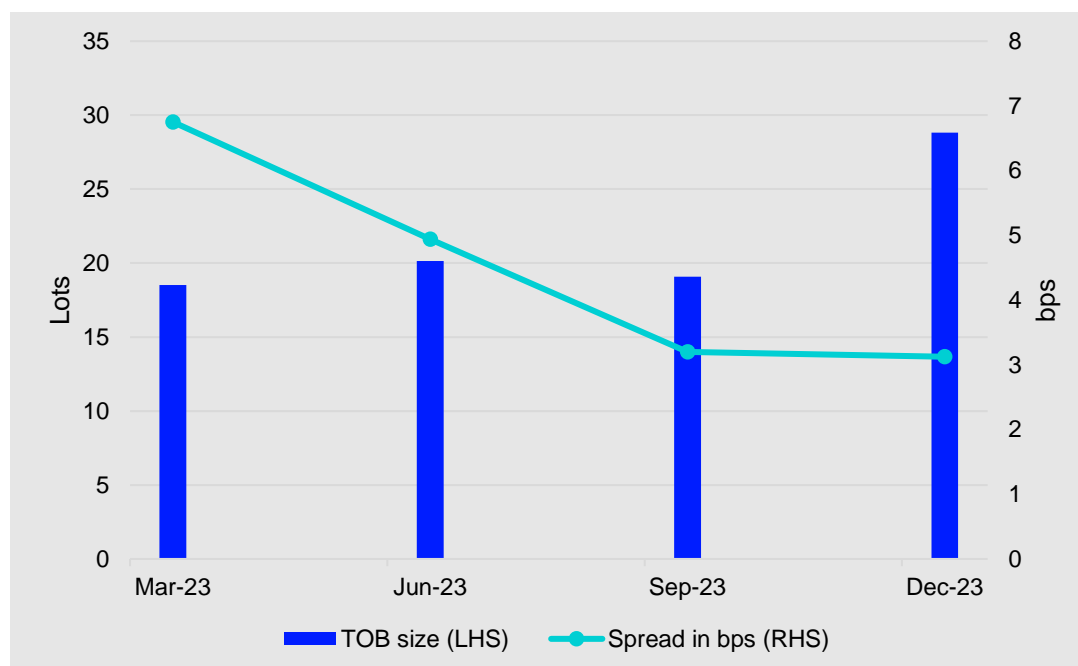
図表 6. 1Y Net Profit (%) for FTSE Blossom Japan インデックス 先物- TOPIX Index 先物 スプレッド・トレード



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

2024年3月の先物契約の満了により、市場参加者は先物ポジションを2024年2月15日に開始される次の四半期契約に容易にロールすることができました。図表7は、過去1年間で先物契約の取引可能性が高まったことを示しており、トップ・オブ・ブック(TOB)の規模は30ロット、スプレッドは平均で3bpタイトとなっています。

図表 7. SGX FTSE Blossom Japan インデックス 先物 Screen Orderbook for Calendar spreads



Source: SGX. Data as of end January 2024. Trading hours exclude lunch break between 11.30–12.30 (JST). Past performance is no guarantee of future results. Please see end for important legal disclosures

日本では配当シーズンが近づく中、FTSE Blossom Japan インデックスの構成銘柄の配当落ち日は2024年3月28日を予定しています。SGXのBlossom先物は、FTSE Blossom Japan インデックスやFTSE Japan All Cap インデックスなどの日本のベンチマークに連動するポートフォリオの配当金を公平化するための便利なツールとして機能します。

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