

信用格付における ESG 要素の透明化 ーESG に起因する格付アクションー

野村證券 IB ビジネス開発部

(野村資本市場研究所 野村サステナビリティ研究センター 客員研究員)

今川 玄

■ 要 約 ■

1. 信用格付における環境・社会・ガバナンス（ESG）要素の透明性を高める動きが加速している。Moody's が 2020 年 12 月に信用格付における ESG 評価の手法を大きく見直したのに続き、S&P は 2021 年 5 月に信用格付における ESG 原則（案）を公表した。グローバルに事業展開する格付大手 2 社が信用格付における包括的な ESG 評価手法を公表する背景には、新型コロナウイルス感染症問題を通じて急速に拡大しているサステナブル投資市場からの要請や欧州に代表されるような監督当局による ESG 関連開示規制を強化する動きがあるとみられる。
2. 本稿では、2021 年 5 月に S&P が公表した「信用格付けにおける ESG の原則（案）」を中心に考察する。S&P はこの新たな格付基準は ESG 要素の信用格付への影響をより分かりやすく説明するためのものであり、同基準が導入されたとしても既存の格付に影響はないとしている。一方、ESG 要素が企業・金融機関の収益・財務に与える影響が拡大する方向にあるなかで、同要素が信用力に影響を与える過程と程度の「見える化」が進展することは、債券を中心としたクレジット投資家等によるクレジット評価における ESG 要因への認識の深化や分析の向上に資する可能性がある。その結果 ESG 要素が企業の負債を中心とした資金調達に及ぼす影響がより高まっていくことを通じて、ESG 要素の信用力への影響がさらに高まるといった循環も想定される。
3. S&P は上記 ESG 原則案の公表に先立って、ESG 要素に起因した産業リスクの見直しを実施、これに伴って世界の大手石油・ガス会社の多くが一斉格下げとなった。ESG によって格付会社から見た実態的なクレジットが大きく変動することを示した格付アクションであり、S&P のみならず他の格付会社の動向も含めて注視していきたい。

I 加速する ESG 要素の透明化の動き

信用格付における環境・社会・ガバナンス（ESG）要素の明確化を進める動きが加速している。Moody's が 2020 年 12 月に信用格付における ESG 評価の手法を大きく見直して公表した内容については「野村サステナビリティクォーターリー」2021 年冬号のなかで紹介¹したところだが、2021 年 5 月には S&P が格付基準として「意見募集：信用格付けにおける ESG の原則」²を提示、これと併せて信用格付における ESG の各要素を 5 段階評価で示す「ESG クレジット・インジケーター」³の導入を予定していることを公表している。また日系格付会社では格付投資情報センター（R&I）も同年同月、「格付プロセスにおける ESG」⁴というレポートで格付評価上の考え方と反映方法について示した。

格付各社、なかでもグローバルに事業展開する格付大手 2 社が信用格付における包括的な ESG 評価手法を公表する背景には、新型コロナウイルス感染症問題を通じて急速に拡大しているサステナブル投資市場からの要請や欧州に代表されるような監督当局による ESG 関連開示規制を強化する動きがあるとみられる。欧州連合（EU）が 2021 年 7 月 6 日に公表した「サステナブル・ファイナンス戦略」では、投資家を含む関係者の間には信用格付会社が ESG 要素を格付手法にどのように織り込んでいるかについての透明性の欠如を懸念する声があり、欧州証券市場監督局（ESMA）の機能を活用して信用格付における透明性向上および関連する ESG 要素の格付への織り込みを確かなものとしていくと明記された⁵。また欧州中央銀行（ECB）も 2021 年 7 月 8 日に公表した気候変動対応ロードマップ⁶のなかで、受け入れ担保や買入対象となる社債の信用格付に関して、各格付会社が気候変動リスクの格付への織り込み方について適切な情報を開示しているか検証することを明らかにした。

本稿では S&P による信用格付における ESG 原則と ESG クレジット・インジケーター、およびこれらの提示に先立って公表された同社による ESG 要素に起因する石油・ガス会社の格下げを中心に考察しようと思う。

なお Moody's は 2020 年 12 月に公表した ESG 評価手法に基づいた各企業の ESG スコアの公表を順次始めており、これについては次回以降の寄稿で触れる予定だ。

¹ 今川玄「ESG と信用格付－ESG 要素が信用力評価に与える影響－」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年冬号を参照。

² S&P, *General Criteria Request for Comment: Request For Comment: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings*, 17 May 2021.

³ S&P「ESG 要因が格付けに及ぼす影響の透明性を高める提案」2021 年 4 月 22 日。

⁴ R&I「特別レポート（ESG）格付プロセスにおける ESG」2021 年 5 月 12 日。

⁵ European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*, 6 July 2021.

⁶ European Central Bank, *ECB Presents Action Plan to Include Climate Change Considerations in its Monetary Policy Strategy*, 8 July 2021.

Ⅱ S&P の信用格付における ESG 原則（案）

1. ESG 原則の概要

S&P が 2021 年 5 月に公表した ESG に関する格付手法のレポートは、（1）信用格付けと ESG 関連の信用要因、（2）ESG 関連の信用要因が格付けに及ぼしうる影響に関する一般原則、の 2 本柱で構成されている。同レポートは冒頭で「ESG 要因が信用力にどう影響しうるかについて透明性を高めることを意図している」と目的を示したうえで、「ESG 関連の信用要因による影響を格付け分析に織り込む際の既存の分析アプローチをとりまとめ、集約された 1 つのレポートで改めて説明するもの」であるため「既存の格付けに影響しないと S&P は予想している」と断っている。ESG 要因はかねて格付決定のプロセスで考慮していたものであり、従来の格付手法では E、S、G 各要素を特段切り分けて示してはいなかったものを、より分かりやすく各要素に沿って切り口を示す取り組みであるという。

2. 「信用格付けと ESG 関連の信用要因」

S&P はすべての ESG 要因が格付に重要な影響を及ぼすわけではないとして、評価対象になる ESG 要因を「格付け分析に織り込むのに十分な明確さと確実性を持つ」ものと定義している。「明確さと確実性」は後述する格付に織り込まれる時間軸とも密接に関係している。「総合的な信用力に関するフォワード・ルッキングな意見」である格付は将来どこまでの要素を織り込むかによって変わり得るものであり、将来の時間軸が長くなるほど不確実な要素の占める割合が大きくなる。ESG という超長期に影響を与えうる要素を織り込むのにあたって「明確さと確実性」を前提として示したことで、急速に拡大している ESG 投資関連の世界の動きとの比較では一見するとやや静的に捉えられるかもしれない。

ESG 関連の信用要因が格付に影響する例としては、（1）債務者の現在または予想される収入基盤の規模や相対的な安定性の変化、（2）操業コストと必要額、（3）リスク対策と策定、（4）ガバナンス統制とその基準、（5）収益性や収益、（6）キャッシュフローや流動性、（7）金融債務の規模と満期、の 7 つを挙げている。

また信用力に過去に影響した、もしくは将来影響し得る ESG 関連の主要な信用要因の例として、環境要因では（1）気候変動にかかる移行リスク、（2）物理的リスク、（3）自然資本、（4）その他の環境要因、社会的要因では（1）健康・安全、（2）社会関係資本、（3）人的資本、（4）その他の社会的要因、ガバナンス要因では（1）ガバナンス構造、（2）リスク管理・文化・監視、（3）透明性と報告、（4）その他のガバナンス要因、を挙げている。

上記の影響する例も ESG 関連の信用要因も従来からの説明に沿ったものであろう。

3. 「ESG 関連の信用要因が格付けに及ぼしうる影響に関する一般原則」

1) 原則 1 : S&P が付与する長期発行体格付けに既定の対象期間はない

原則は 5 つで構成されており（図表 1）、その冒頭に位置付けられるのが「明確さと確実性」に大きな影響を与える格付けに織り込む時間軸についてである。

定量的な財務予測は格付評価上極めて重要な要素であり、この財務予測の期間について「事業体の将来の財務パフォーマンスについて十分に明確な見解を持てると S&P が考える期間を対象」とするとしている。具体的な時間軸として「確立された事業の今後 2 年間（下線は筆者による）の売上高や債務者が短中期的に一定の資金調達コストで借り換えを行う能力は、より長期の見通しの想定より不確実性が低い」と説明する。発行体（長期）格付には「安定的」「ポジティブ」「ネガティブ」のいずれか格付アウトルック（見通し）が付されるが、アウトルックの示す期間も「投資適格水準の格付けの場合は向こう 2 年間（同）」⁷としており、2 年程度が定量評価の「明確さと確実性」を支える時間軸の目安となろう。

一方、この時間軸を越えて格付けに織り込むこともあるとしている。リスク要因が十

図表 1 S&P : ESG 関連の信用要因が格付けに及ぼしうる影響に関する一般原則

原則 1
S&P が付与する長期発行体格付けに規定の対象期間はない
原則 2
ESG 関連の信用要因が信用力に及ぼしうる現在の、 または潜在的な影響はセクター、地域、事業体で異なる
原則 3
ESG 関連の信用要因の方向性と明確さは曖昧で急変しうる
原則 4
ESG 関連の信用要因による影響は時間とともに変化しうる。 これは動的な性質を持つ S&P の信用格付けに反映されている
原則 5
信用力と ESG の水準は必ずしも関連しない

（出所）S&P「意見募集：信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス（ESG）の原則」2021 年 5 月 25 日より
野村證券作成

⁷ 「S&P の格付け定義等」2021 年 1 月 6 日。

分に明確であれば「財務予測の対象期間外に具現化するとみられる場合、それを定性的に考慮して信用格付けに織り込むことがある」。このような場合の反映の仕方として「事業会社の場合、格付けに織り込む産業リスク評価（下線は筆者による）のフォワード・ルッキングな特徴を通じ、産業レベルでこうした分析を行える。また、競合的地位の分析における定性的な要素や類似格付け分析による調整の適用を通じて、格付け先事業体のレベルで信用格付けに織り込むこともできる」と言う。

この点は原則4における次の説明とも関連する。「ある政策が施行されると S&P がみる場合、その政策実施の潜在的な影響を信用格付けに織り込むことがある。これによって信用力への潜在的な影響の予見性が高まる。場合によって、将来の政策変更について合意され、先延ばしになるが施行される確率が非常に高ければ、S&P は信用力への潜在的な影響を検討し、格付けアクションを取ることもある。」

超長期かつ広範な影響を想定し得る ESG 要素をどう格付に織り込むかは、定性評価の領域をどこまで広げるかとほぼ同義といえる。格付は格付会社自身が表記するように「意見」であり、誤解を恐れずに言えば主観的判断と言い換えることもできる。急速に拡大し変化しつつあるサステナブル投資と規制の影響によって、格付の定量・定性評価のあり方がどう変わり得るかは、今後検証されるであろう累積デフォルト（債務不履行）率と ESG 要素の関係とともに注目すべき点である。

2) 原則 5：信用力と ESG の水準は必ずしも相関しない

ESG 評価と株・債券のパフォーマンスの相関については多くの議論・分析があるが、S&P は現段階では有意な相関の有無について言及を避けている。「信用力に関係し、重要と考える ESG 関連の信用要因は、信用力に関係すると考えるすべての要因の一部」であり「信用力の高い事業体であっても、ESG に優れているとは限らない」と言う。その逆も同じで「低排出で再生可能なエネルギーの風力タービンなど ESG に配慮しているとみられる製品またはサービスを提供し、社会的およびガバナンス基準が平均的な事業体であっても、固定金融債務が高水準で、それに照らして売上高、収益性、利用可能な流動性の高い資金源が低水準で不安定の場合、信用力が比較的低いと考える場合がある。なぜなら、このシナリオにおいて、金融債務を期日通りにすべて履行するための資金源がなく、したがって、デフォルトに陥るという可能性が相応にあるためである。このデフォルトリスクは、ESG における事業体の優れた特性から独立している」。

メソドロジーとしての汎用性の観点からは違和感のない表現であるが、ESG 要素に着目したデフォルトスタディの進展によっては表現やニュアンスが変化する可能性もあるだろう。

なお原則 2、3、4 の詳細については、重要であるものの従来の格付の考え方から敷衍し得る部分がより大きいとみられ、本稿では割愛する。

Ⅲ ESG クレジット・インジケータ

S&P は ESG 原則（案）の公表に先立つ 2021 年 4 月 21 日に信用格付において ESG の各要素がどの程度影響を与えているかを示す「ESG クレジット・インジケータ」の導入を提案⁸した。提案レポートで「ESG クレジット・インジケータは格付け手法に属さないことから、格付けに影響を及ぼさない。同インジケータの導入は単に、ESG 要因が格付け分析に現在及ぼしている影響を伝える際の 1 つの手段とすることを意図している」と説明し、ESG 原則に則って分析した結果を分かりやすく示す指標と位置付けている。同レポートでは格付を付与している発行体もしくは案件ごとの格付について、クレジット・インジケータを 9 月以降公表していくとしている。

インジケータは ESG 各要素について E-1 から E-5、S-1 から S-5、G-1 から G-5 の 5 段階で表示（図表 2）、尺度は「格付け分析に及ぼす影響の規模と方向性に基いている」。

「事業体の ESG パフォーマンスの良し悪しを測るものではなく」、「ESG 要因が各事業体・案件の格付け分析の主な評価要因に対し、『中立的（neutral）』『ポジティブ（positive）』『ネガティブ（negative）』のいずれの影響を与えるかについての S&P の定性的評価（下線は筆者による）を反映する」としている。また 5 段階の尺度についてネガティブな評価項目が多くなっているのは「格付け分析において『中立的』でない ESG の考慮事項がプラスよりマイナスの影響を及ぼすことが多いとの S&P の見方を反映」しているためだ。

図表 3 は環境要因とガバナンス要因が格付け分析にマイナス影響を及ぼしている発行体の例として S&P がレポートで示したものである。「『E-4』は環境要因（この場合、気候変動リスク）が同社の格付け分析に『ネガティブ』の影響を及ぼし、『G-3』はガバナンス要因（この場合、透明性）が『ややネガティブ』の影響を及ぼしていることを示している。『S-2』は社会的要因が格付け分析において『中立的』であることを示している」という。

図表 2 S&P : ESG クレジット・インジケータ

ESG クレジット・インジケータのレンジ案			
格付け分析に及ぼす影響	環境 インジケータ	社会的 インジケータ	ガバナンス インジケータ
ポジティブ (Positive)	E-1	S-1	G-1
中立的 (Neutral)	E-2	S-2	G-2
ややネガティブ (Moderately Negative)	E-3	S-3	G-3
ネガティブ (Negative)	E-4	S-4	G-4
非常にネガティブ (Strongly Negative)	E-5	S-5	G-5

（出所）S&P 「ESG 要因が格付けに及ぼす影響の透明性を高める提案」2021 年 4 月 22 日より野村證券作成

⁸ S&P, *S&P Global Ratings Proposes Additional Transparency On ESG Factors As Drivers Of Credit Ratings*, 21 April 2021.

図表 3 S&P : ESG 関連の説明図

信用力への影響					ESG 要因
E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	気候変動リスク
S-1	S-2	S-3	S-4	S-5	--
G-1	G-2	G-3	G-4	G-5	透明性
ポジティブ	中立的	ややネガティブ	ネガティブ	非常にネガティブ	

(出所) S&P「ESG 要因が格付けに及ぼす影響の透明性を高める提案」2021 年 4 月 22 日より野村證券作成

レポートでは ESG の各要素が格付において 1 ノッチないしそれ以上の影響を与えているかを具体的に示すかどうかについては言及していない。ただし S&P へのヒアリングではノッチ差が示されるもしくは示唆される方向で公表することも検討しているという。

なお「野村サステナビリティクォーターリー」2021 年冬号⁹でも紹介したが、Moody's が 2020 年 12 月に公表し適用を開始した信用格付における ESG 評価手法においても、ESG 各要素を 5 段階で示す発行体プロフィール・スコア (IPS) と ESG 要素が全体として格付にノッチ差を与えるほどの影響を与えているかどうかを示すクレジット・インパクト・スコア (CIS) がある。

IV ESG に起因する産業リスクの変更と格付アクション

S&P が ESG 原則 (案) で ESG 要素を定性的に格付に織り込む例として「事業会社の場合、格付けに織り込む産業リスク評価 (下線は筆者による) のフォワード・ルッキングな特徴を通じ、産業レベルでこうした分析を行える」としていることは前述した。同社は新たな格付手法の見直しに先行して、2021 年 1 月に ESG 要因を理由に広範な産業リスクの見直しを実施、その結果、石油・ガス (一貫事業、探鉱・生産) の産業リスクを 1 段階引き上げた。これに伴いグローバルな大手石油・ガスの多くを一斉に格下げした (図表 4)。

産業リスクは業種ごとのリスクの特性を示すもので、収益・財務のボラティリティの高低と言い換えることができる。産業リスクが高いほど同じ格付を取得するのに求められる収益・財務指標は厳しく (良好に) なる傾向にある。S&P は業種ごとの産業リスクを 6 段階で表示しており 1 が最も低く、6 が最も高い。今回複数の発行体が格下げアクションの対象となった石油・ガスセクターは、産業リスクが 3 から 4 に引き上げられた (図表 5)。

S&P は産業リスクをサブスコア等のマトリクスにより導出しており、サブスコアは主に (1) 業界の利益率の水準と傾向、(2) 経年変化のリスクと製品・サービス・技術が代替

⁹ 前掲脚注 1 参照。

図表 4 S&P：産業リスクの変更に伴い格下げになった石油・ガス会社

発行体	格付	
	変更後	変更前
Chevron Corp.	AA-/安定的	AA/ネガティブ
Exxon Mobil Corp.	AA-/ネガティブ	AA/ネガティブ
Imperial Oil Ltd.	AA-/ネガティブ	AA/ネガティブ
Royal Dutch Shell PLC	A+/安定的	AA-/ネガティブ
Shell Energy North America (US) L.P.	A/安定的	A+/ネガティブ
TOTAL SE	A/安定的	A+/ネガティブ
ConocoPhillips	A-/安定的	A/安定的
Canadian Natural Resources Ltd.	BBB-/安定的	BBB/安定的

(注) 安定的、ネガティブ＝格付アウトルック（見通し）。変更後の格付けは、2021年7月19日時点。

(出所) S&P「ESG-Driven Industry Risk Assessments Update For Corporate And Infrastructure Ratings」

2021年1月27日およびS&P各事業会社レポートより野村證券作成

図表 5 S&P：ESG 要因による産業リスク評価のアップデート

	産業リスク		サブスコア					
			業界の利益率 の水準と傾向		経年変化のリスクと 製品・サービス・技術 が代替されるリスク		成長トレンドに 内在するリスク	
業界	新	旧	新	旧	新	旧	新	旧
運輸 (シクリカル)	5	5	高	高	中	低	中	中
金属（下流事業）	4	4	高	高	中	低	中	低
鉱業	4	4	中	中	低	低	中	低
石油・ガスの一貫 事業、探鉱・生産	4	3	高	中	中	低	高	中
自動車（完成車） メーカー	4	4	高	高	中	低	中	中
非規制対象の 電力・ガス企業	4	4	高	高	中	低	高	高
エネルギー (中流事業)	3	2	中	低	中	低	中	中
建築資材	3	3	中	中	中	低	中	中
容器、包装	3	3	中	中	中	低	中	中
小売り、 レストラン	3	3	高	高	中	中	中	低

(注) 高：リスクが高い、中：リスクは中程度、低：リスクが低い。

(出所) S&P「ESG-Driven Industry Risk Assessments Update For Corporate And Infrastructure Ratings」2021年1月27日およびS&P「ESG 要因による産業リスク評価のアップデート：事業会社・インフラ格付け」2021年3月4日より野村證券作成

されるリスク、(3) 成長トレンドに内在するリスク、から構成される。石油・ガスの引き上げに際しては「業界の利益率の水準と傾向」が「中」から「高」に、「経年変化のリスクと製品・サービス・技術が代替されるリスク」が「低」から「中」に引き上げられ、この結果として産業リスクも 1 段階引き上げとなった。

石油・ガスの産業リスク引き上げの理由について以下のように説明している（下線は筆者による）。

「温室効果ガス排出による環境への脅威の高まり、政府の政策や排出基準の進展、コスト競争力に裏付けられたエネルギー分野全体における再生可能エネルギーのシェア拡大が変更の一因である。化石燃料に対する構造的な変化によって、製品代替リスクと成長トレンドに内在するリスクが高まっている S&P は考えている。

評価の変更の背景にあるもう 1 つの要因は、ESG を重視する投資家からの要求の高まりで、これにより将来の市場へのアクセスがより困難になる可能性があるためである。エネルギー分野に占めるクリーン・エネルギーの割合が大きくなるにつれ、たとえエネルギーの移行が数十年の期間にわたるとしても、それが石油・ガス需要の拡大にとっては中長期的な脅威になると S&P は考えている。

さらに、同業界の平均投下資本利益率（ROC：returns on capital）は、過去 10 年間で低下している。これは、伝統的に高い開発コストと、総じて低水準でより変動性の高い価格の両方を反映しており、この状況は長引く可能性があるとして S&P は考えている。このため、『業界の利益率の水準と傾向』を『リスクは中程度』から『リスクが高い』に変更した¹⁰。

規制強化とそれに伴う再生エネルギーへの構造的変換、さらに ESG を重視する投資家による選別の加速が産業リスクの変更の理由となり、大手各社の格下げに至っている。

今回の産業リスクの見直しにおいてサブスコアが変更されたのは 10 業種あり、そのなかで産業リスクの変更にまで至ったのは石油・ガスとエネルギー中流事業の 2 業種だった。ESG の影響の広がり、深さに応じて引き続き産業リスクの見直しが検討されると推察される。

なお産業リスクが引き上げられたエネルギー中流事業については「同業界の投資適格企業の格付けは総じて、長期契約や長期保有資産に支えられている」¹¹として産業リスクを理由とした個社の格付変更は確認されていない。

V 結び

この 1 年を振り返るだけでも ESG を巡る環境は大きく進展したと多くの人々が感じていることと思う。2021 年 11 月には COP26（第 26 回気候変動枠組条約締約国会議）を控え、さらに 2022 年からは EU タクソノミーに基づいて企業のグリーン適合率の開示が始ま

¹⁰ S&P「ESG 要因による産業リスク評価のアップデート：事業会社・インフラ格付け」2021 年 3 月 4 日。

¹¹ 同上。

る。EU タクソノミーが域外の国・地域にどの程度影響するかについては議論がある。水が低きに流れるのは重力があるからである。社会の潮流（重力）が ESG を進める方向に向かい続けるのであれば、基準はより厳しい方向に収斂するとの見方もある。

ESG 要素が企業・金融機関の収益・財務に与える影響が拡大する方向にあるなかで、同要素が信用力に影響を与える過程と程度の「見える化」が進展することは、債券を中心としたクレジット投資家等によるクレジット評価における ESG 要因への認識の深化や分析の向上に資する可能性がある。その結果 ESG 要素が企業の負債を中心とした資金調達に及ぼす影響がより高まっていくことを通じて、ESG 要素の信用力への影響がさらに高まるといった循環も想定される。

VI 参考：業種特性と格付

図表 6 R&I：産業リスク分類表

産業リスク	業種
小	鉄道、都市ガス、生命保険、損害保険、預金取扱金融機関（日本）、取引所・清算機関、証券金融機関
比較的小	電力（旧一般電気事業者）、加工食品（1次加工食品メーカー）、通信、学校法人、短資会社
中程度	加工食品（2次加工食品メーカー）、陸運・倉庫、放送、事務機、セメント、紙パルプ、化学、電炉（特殊鋼電炉）、鉄鋼（高炉一貫）、電線、クレジットカード・信販（クレジットカード） トイレタリー・化粧品、社会インフラ・プラント、総合重機、情報サービス、印刷、住宅メーカー、住宅設備・住宅建材、不動産、トラック、建設機械、総合商社、設備機器等、生活家電、自動車部品、乗用車、タイヤ、小売り（食品スーパー、ドラッグストア、コンビニエンスストア）、石油元売り、ガラス、専門商社・卸売業者
比較的大	小売り（GMS、ホームセンター）、百貨店、電子デバイス（電子部品）、デジタル機器、医薬品、電炉（普通鋼電炉）、リース、クレジットカード・信販（信販）、証券会社、資産運用会社、建設、半導体製造装置
大	小売り（家電量販店、衣料品・身の回り品専門店、外食）、空運、海運、消費者金融、電子デバイス（半導体・薄型パネル）、ベンチャーキャピタル、ゲームソフト

（出所）R&I「業種別格付方法」（業種ごとのレポート）より野村證券作成

図表 7 Moody's：規制電力と非規制電力の格付ごとに求められる財務指標の目安

運転資本調整前営業キャッシュフロー/有利子負債

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
規制電力	≥40%	30-40%	22-30%	13-22%	5-13%	1-5%	<1%
非規制電力	≥90%	60-90%	35-60%	20-35%	12-20%	5-12%	<5%

（出所）ムーディーズ「RATING METHODOLOGY 非規制公営企業・非規制発電会社」2018年11月21日
およびムーディーズ「RATING METHODOLOGY 規制電力・ガス業界」2017年7月5日より野村證券作成