

## ESG と信用格付

### －ESG 要素が信用力評価に与える影響－

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. 信用格付会社が格付における環境、社会、ガバナンス（ESG）評価について発信を急速に増やしている。国連責任投資原則（PRI）が公表した格付声明、債券・クレジット投資における ESG 要素の織り込みの進展、新型コロナウイルス感染症禍の下での社会（S）の視点の広まりなどが背景にある。
2. グローバルに展開する格付会社は、ESG 評価機関としての側面も併せ持つ。S&P、Moody's は豊富な資金力を背景に、ESG 評価機関や関連会社を相次ぎ買収し、ESG 関連事業を新たな成長ドライバーとして位置付けている。ESG 評価と格付における ESG 要素の考慮は、格付会社にとってはシナジーが期待できる半面、両者の境界が曖昧になることで外部からの格付評価の検証が難しくなるリスクも孕む。
3. 一方、格付会社による格付における ESG 評価手法の透明性を高める取り組みも進み始めている。Moody's は格付における ESG 評価手法を 2020 年 12 月に改定し、E・S・G 各要素の発行体信用力への影響をスコア化するとともに、ESG 全体の要素が現行の格付にどの程度影響しているかについてもスコアによって示そうとしている。
4. S&P も従来の格付手法のなかで ESG 要素が影響する格付プロセスの項目を提示するとともに、個別発行体の信用力等に関する情報発信を通じて ESG 評価の「見える化」を進めようとしている。
5. 信用格付における ESG 評価は信用力を構成する一要素であり、債務償還確実性の評価とは切り離せない関係にある。資本市場のインフラである信用格付における ESG 評価が投資判断にどのように影響するか否か、ESG 評価機関の格付・スコアとの対比でどう位置付けられるのか、Moody's、S&P 等の ESG 評価機関としての動向と併せて注視していきたい。

## I 信用格付における ESG 情報の発信拡大

信用格付会社（以下、格付会社）が格付における環境、社会、ガバナンス（ESG）評価についての発信を急速に増やしている。特にグローバルな債券・クレジット市場において格付が認知・使用されている S&P Global Ratings（以下、S&P）、Moody's Investors Service（以下、Moody's）といった外資系格付会社が先行しており、ESG 関連レポートや Web 会議、発行体の格付についてのリリース・レポート等を通じて市場関係者に対して頻繁に情報を提供している。日系格付会社である格付投資情報センター（以下、R&I）、日本格付研究所（以下、JCR）も情報発信の頻度・量では S&P、Moody's に比べて少ないものの、発行体の格付に関するレポート等で言及する頻度は着実に高まってきている。

情報発信が増える大きなきっかけになったのは、国際連合が支持する責任投資原則（以下 PRI）の事務局が 2016 年に公表した格付声明（ESG in Credit Ratings Statement）であり、同表明には 2021 年 2 月 18 日時点でグローバルに展開する格付会社や日系格付会社 2 社を含めた計 25 社が署名している。格付声明に署名した格付会社は①発行体の信用力と ESG 要素の関連度合いの評価、②信用格付における ESG 要素の考慮方法についてのわかりやすい公表、③ESG 要素への認識を深めることによる格付手法の改善、④質の高い評価を提供するために必要な体制整備、⑤発行体による ESG 要素の開示を進展させる活動への参画、⑥投資家との対話への参画、にコミットすることになっている。

ESG 要素に着目した投資行動は従来、株式市場が中心であったが、債券・クレジット投資においても年金基金を筆頭とするアセットオーナーからの要請に後押しされて、投資評価における ESG 要素の織り込みが加速している。こうした投資家サイドの動きも格付会社の ESG に関する情報発信を後押ししているとみられる。

新型コロナウイルス感染症の拡大のなかで、衛生面への対応や従業員への処遇、経済的弱者への配慮といった観点がこれまで ESG のなかで取り上げられることの比較的少なかった社会（S）の要素への意識を高めていることもドライバーとなっている。

## II 格付会社が成長分野として位置付ける ESG 事業

市場や関係機関、規制当局による ESG 関連の動きが格付における ESG 評価についての発信を促しているとみられる一方で、格付会社自らも ESG を成長事業の大きな柱と位置付けて経営戦略に組み込んでいることは注目すべき点である。

S&P、Moody's は格付会社であるとともに巨大な情報ベンダー、ソリューション提供会社でもある。両社ともに上場しており、潤沢な資金力を有した総合情報機関とも言える。この両社は格付における ESG 評価の露出を高めるのとほぼ同じタイミングで、ESG 評価機関や ESG 関連会社の買収を矢継ぎ早に進めてきた（図表 1 参照）。

図表 1 信用格付会社による ESG 評価関連機関の買収

概要とESG評価取り組み動向	信用格付会社	ESG評価会社	評価対象・サービス内容	カバーレッジ・市場地位等
<ul style="list-style-type: none"> <li>格付数で50%弱の世界シェア、業界最大手</li> <li>20年11月にエネルギーなどの市場調査やその他金融データに強みを持つIHS Markitの買収(4.5兆円)を発表</li> <li>これまでも信用格付評価にESGを考慮してきた一方、2019年には新しいサービスとして、ESG要因が企業の意思決定に与える影響等を格付評価とは別に分析するESGエディションを公表</li> <li>20年5月には、買収したRobeco SAMのデータを活用して同社初のESG評価機能を公表するなど、企業のESG評価やリスク耐久力の分析ツールを提供</li> <li>時価総額: 75,344百万ドル(21/01/19現在)</li> </ul>	S&P Global	2016 子会社化 Trucost ③	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業の炭素排出量、水使用量、汚染インパクト評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>15,000社以上、時価総額ベースでは世界の95%をカバー</li> </ul>
		2020 子会社化 RobecoSAM ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業ESG評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3,500社以上をカバー</li> <li>世界最大データベースの一つで1999年よりDow Jonesと公表開始</li> </ul>
		2021 子会社化 IHS Markit ①	<ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギー・輸送・CMS・金融関連情報と指数算出提供</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>140か国以上50,000社、Fortune Global500の80%をカバーする情報ベンダー最大手の一つ</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>格付数で30%強の世界シェア</li> <li>近年Vigeo Eirisや中国系ESG評価会社を含む複数のESG関連会社の買収を通じて、ESGリスク評価の透明性向上と基準化を促進</li> <li>2019年の民間セクターにおける信用格付アクションのうち、33%についてESGリスクを重要な要素として考慮</li> <li>20年9月にはVigeo EirisとFour Twenty Sevenのプラットフォームを活かし、ESGおよび環境に関する分析ツールの強化を発表</li> <li>時価総額: 50,573百万ドル(21/01/19現在)</li> </ul>	Moody's Investors Service	2019 子会社化 Vigeo Eiris ②	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業ESG、GB等債券評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>4,800社をカバー</li> <li>ESG評価大手の一つ</li> </ul>
		2019 子会社化 Four Twenty Seven ③	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業の気候変動・天災等から生じる経済的リスク評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2,000社をカバー</li> <li>気候変動リスク分析大手</li> </ul>
		2020 子会社化 Regulatory DataCorp ④	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業のマネーロンダリング等法・経済規制違反リスク評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界最大のリスクデータベースを所有するリスク・コンプラ評価の最大手</li> </ul>
		2019 出資 Syntao Green Finance ② (商道金融)	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業ESG、GB等債券評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国ESG評価最大手</li> <li>ICMAのグリーンボンド原則諮問委員に同国から唯一選出</li> </ul>
		2020 出資 MioTech ④ (妙盈科技)	<ul style="list-style-type: none"> <li>AIを使った企業ESG評価</li> <li>ニュース、SNS、開示情報等をリアルタイムで評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国企業800,000社以上をカバー</li> <li>急成長中の香港フィンテック企業</li> </ul>

(注) 1. ①はインデックス・情報ベンダー、②は ESG・グリーンボンド評価会社、③は気候変動関連の評価会社、④はその他。各社顧客数、銘柄数は、各社より取得可能な最新値。  
 2. S&PはRobecoSAMの一部であるESG評価部門を買収。S&PによるIHS Markitの買収は2021年後半に完了予定。AIを活用したESG評価会社はその他に分類している。グリーンボンドやサステナブルファイナンスの外部評価・認証はSustainalyticsやDNV、Vigeo等の他、R&I、JCR等の格付会社もやっている。なお、格付会社シェアは2018年12月時点で、発行体・債券格付を1格付として計算。  
 (出所) 東京証券取引所、日本経済新聞、各社プレスリリース、Sustainable Japan、一般社団法人環境金融研究機構、U.S. Securities and Exchange Commission、QUICK、を基に野村証券作成

S&P、Moody'sのIR資料にもESG事業の拡大は明確に打ち出されている。例えば、S&Pは、「4Q and Full-Year 2019 Earnings Conference Call」のプレゼンテーション資料のなかで、「2020 key strategic initiatives」として「Global、Customer Orientation、Innovation」(グローバル展開、顧客志向、革新)の3つを掲げ、Innovation項目の筆頭に「Fully leverage all assets across the Company into ESG offerings」(ESG情報・評価の提供に向けて全社の機能を最大限活用する)と明記している。また、Moody'sは、「1Q 2020 Investor Presentation」の資料において、「Key Business Development and Growth Initiatives」(主要な事業展開と成長イニシアチブ)の3本柱の一つにESGを提示<sup>1</sup>したうえで、「ESG Opportunity」(ESGに関する事業機会)について「Driving Expansion Beyond Credit」(信用力〔評価〕を超えた〔事業の〕拡大を牽引)と表現している。

両社とも、格付評価におけるESGと格付以外の事業におけるESGは別のものであり、格付以外の事業におけるESG評価が格付に直接影響を与えることはないと説明している。しかし一方で格付以外のESG評価で使う情報を格付評価に際して参照することがある点にも触れている。

例えば、S&Pは格付以外のESG評価としてESG Evaluationという有料サービスを提供しているが、ESG Evaluationの評価手法の説明の中で「The ESG Evaluation is not a credit

<sup>1</sup> 他の2つは「Know-Your-Customer」と「Commercial Real Estate」。

rating, a measure of credit risk, or a component of our credit rating methodology. However, the information we gather for an ESG Evaluation can inform our credit analysis of rated entities.<sup>2</sup>

(ESG エバリュエーションは信用格付、信用リスクの評価手法、もしくは S&P の信用格付手法の構成要素ではない。しかし ESG エバリュエーションのために収集した情報は発行体格付の分析に使うこともある) と記述している。また Moody's の有料グローバルウェブサイトの格付を取得している発行体のページでは、信用格付情報とともに、同社が買収した ESG 評価機関である Vigeo Eiris のスコアおよび同じく同社が買収した気候変動関連リスク評価機関 Four Twenty Seven による気候リスクへのエクスポージャーの各スコア (Heat Stress, Water Stress, Floods, Sea Level Rise, Hurricane & Typhoons の 5 項目) が一覧でできるようになっている。

格付会社にとっては ESG 関連の情報が信用格付とそれ以外の評価サービスの間でシナジーを生む効果が期待されている一方で、信用格付を利用している投資家や市場関係者の目には格付における ESG 評価と格付以外の ESG 評価の境界がやや曖昧に感じられる状況もあり得る。

2008 年の金融危機以降、サブプライムローン問題への反省から格付会社は格付基準・格付手法の透明性向上を規制当局から求められてきた。2010 年以降、日系の R&I、JCR も金融庁に登録された「信用格付業者」として規制を受けている。S&P、Moody's の公表している格付手法は日系格付会社に比べると定量基準の明示を含めて、外部からの検証のしやすさに配慮している面は多いと言える。もちろん、債務償還確実性の相対評価を基本とする格付には数値だけでは判断できない定性要素が多く織り込まれており、タイミング含めて格付アクションが分かりづらいと市場関係者から指摘されるケースもある。だが S&P、Moody's による格付の透明性を高めようとの取り組み自体は、格付アクションや格付の考え方に関して日々発信される情報の内容と量からも否定されるものではないと筆者は考える。

では格付会社は格付における ESG 評価の透明性をどのように高めようとしているのだろうか。次章以降で 2020 年 12 月に改定した Moody's の ESG 評価手法を中心に検証してみたい。

### III 格付評価における ESG の位置付け

#### 1. Moody's

格付評価における ESG の位置付けについては、日本国内で活動する主要 4 社 (S&P、Moody's、R&I、JCR。金融庁への登録業者はこれらに Fitch Ratings を加えた 5 社) で基本的な考え方は共通している。つまり従来の格付評価においても ESG が信用力に与える要素については反映していたが、E・S・G という切り口・視点をより明確に示すのが新たな

<sup>2</sup> 下線は筆者による。(S&P Global Ratings, *Environmental, Social, And Governance Evaluation Analytical Approach*, 15 December 2020)

点であるというものだ。

これまでも ESG の要素がキャッシュフロー創出力や損益に影響を及ぼすと判断すれば、それらの要素はすべて格付に織り込んできたが、あえて ESG との表現を使わなかっただけである、というのが格付会社の説明となっている（なお G=ガバナンスについては ESG が注目される以前からも格付評価上の重要項目として示されていた）。これまでと違うのは、気候変動リスクへの認識・危機意識の広がり、社会的不公正の是正に対する社会全般の要請の高まり、コーポレートガバナンス・コード改訂や頻発する企業不祥事の露見、アクティビスト活動の活発化等により、企業の収益・財務への ESG 要素の影響がより高まる方向にあり、PRI 格付声明でのコミットにもあるように、格付構成要素において E・S・G を切り分けて「見える化」するのが現在の格付各社による取り組みと言えよう。

### 1) 2つの新たなスコア

この「見える化」を格付手法（methodology）の改定という形で一段踏み込んだのが Moody's の 2020 年 12 月に公表した「General Principles for Assessing; Environmental, Social and Governance Risks Methodology」（「環境・社会・ガバナンスリスク評価の一般原則<sup>3</sup>」、以下、一般原則）であろう。これは 2019 年 1 月公表の格付手法を更新したものだが、注目すべきは、①発行体もしくは取引（以下、「取引（transaction）」の表記は省略）が内包する E・S・G のリスク（及びこれらの緩和要因）、または E・S・G のエクスポージャーが信用力に与えるポジティブな要因について E・S・G の要素ごとに 5 段階スコアを導入したこと、②ESG 全要因の最終的な格付へ影響について総合的な 5 段階スコアを導入したことにある。

両スコアは民間セクターと公的セクターに手法が分かれており、公的セクターのうちゾブリン格付の付与されている発行体についてはすでに一覧が公表されている<sup>4</sup>。民間セクターについては、2022 年春をめどに順次公表していく予定としている。本稿では投資家の注目度、ニーズの大きさに鑑み、民間セクターの ESG 評価手法に絞って確認する。

Moody's の格付における ESG 評価の特徴の一つとして、通常 2~3 年（日系格付会社は 3~5 年）と言われる格付に織り込む見通しよりも長期にわたる影響が想定される要素であっても、状況によって格付に織り込むとの考え方がある。ESG の影響は 5 年、10 年、さらに数十年単位で想定され得る。ただ長期にわたる影響を定量化して精緻に格付に織り込むのは難しい。このため多くの格付会社は ESG の影響は格付評価上高まる方向にあるとする一方で、現在の格付に直接影響を与える要素は限られるとの姿勢を取ることが多い。これに対して Moody's は定量的に織り込めない長期にわ

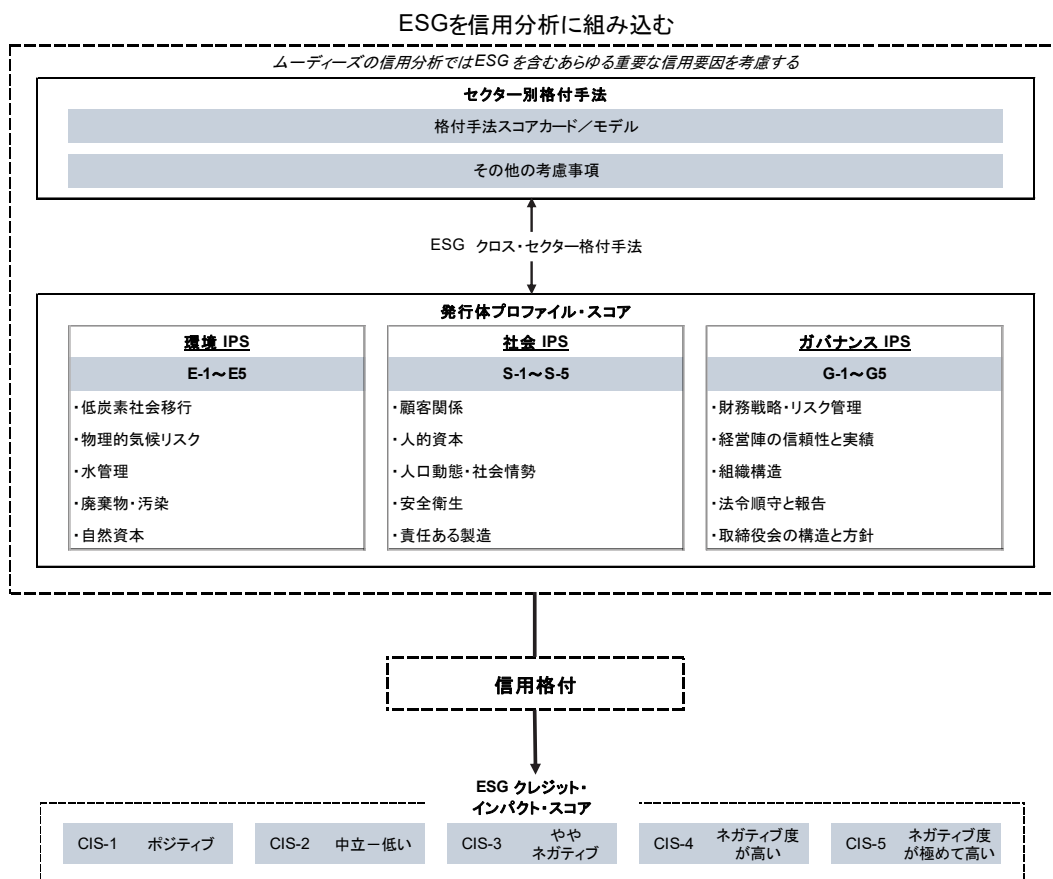
<sup>3</sup> 日本語版は 2021 年 1 月に公表。

<sup>4</sup> Moody's, *Explanatory Comment: New Scores Depict Varied and Largely Credit-Negative Impact of ESG Factors*, 18 January 2021.

たるリスク要因であっても定性的に織り込むことがあるとしている<sup>5</sup>。この基本的な考え方は今回の「一般原則」の更新においても継続されている。

図表2が Moody's の新たな ESG 評価手法の全体像である。Moody's が公表している一般的な格付手法は、スコアカード（Methodology Score Card）と呼ばれる外部から一定程度検証可能なスコアリングモデルをベースに、定性面を中心にしたその他の考慮事項（Other Considerations）を織り込んで決定される。従来から ESG 要素はこの格付決定のプロセスに織り込まれており、CO2 排出削減のためのコスト等定量的に想定するのが可能なものは定量評価で織り込み、その他の定量評価が難しかったり、スコアカードの評価項目に入らない要素についてはスコアカードの外で Other Considerations として織り込まれている。

図表2 ムーディーズによる ESG 要因の格付への反映方法



(注) ESG クレジット・インパクト・スコア（CIS）は、ESG の考慮事項が発行体や取引の格付に与える影響をより明確に伝えるためのもので、格付プロセスを経て付与される。

(出所) ムーディーズ「環境・社会・ガバナンスリスク評価の一般原則」2021年1月7日、7頁、を基に野村證券作成

<sup>5</sup> When an emerging ESG risk or trend is likely to weaken an issuer's financial metrics or business risk profile, even if in the long term future, this forms part of our credit analysis well before the effects are fully evident in financial and operating performance. (確認できる ESG リスクや関連する動向によって発行体の財務メトリクスもしくは事業リスクプロフィールが悪化する可能性が高いとみられる場合、たとえその影響が遠い将来のことであり財務・収益に明確に織り込める要素でなかったとしても信用力分析上考慮する) (Moody's, *ESG Focus*, April 2019, p.4)。

## 2) 発行体プロフィール・スコア

このプロセス自体は変わらないとみられるが、今回新たに導入された E・S・G の各要素についての発行体プロフィール・スコア（Issuer Profile Scores、以下 IPS）は格付上の ESG のリスク要因とポジティブ要因を当該発行体に関してより分かりやすく、分解して提示するものとなっている（図表 3 参照）。

E および S の IPS は発行体が晒されている特定のリスクに対する Moody's の見解（opinion）を示している。ここで言うリスクはあくまで信用力に関連するものであり（Our assessment of E and S focuses on credit-relevant considerations）、「あるべき姿」のような倫理の範疇には踏み込まないものである（もちろん社会通念としての倫理観の変化が消費や投資行動の変化を通じて収益・財務に影響を与えると判断されれば織り込まれるであろう）。また信用プロフィールにおけるポジティブまたはネガティブな影響の度合いの評価に際しては、晒されているリスクに対する緩和策や対策も反映するとしている。

図表 3 ESGに関する発行体のカテゴリ・スコアと発行体プロフィール・スコア

スコア	定義
E-1 ポジティブ S-1 G-1	「ポジティブ」のE またはS の発行体プロフィール・スコアの発行体ないし取引は通常、信用上の大きなメリットとなるようなE またはS の要因へのエクスポージャーを有し、そのエクスポージャーは信用にプラスとなる可能性がある。  G の場合は、発行体ないし取引が、それぞれのセクターにおける位置付けを強くし、信用上の大きなメリットになるようなG 要因へのエクスポージャーを有することを指す。
E-2 中立-低い S-2 G-2	「中立-低い」のE またはS の発行体プロフィール・スコアの発行体ないし取引は、通常、信用力を変えるような重大なE またはS の要因へのエクスポージャーがない。つまり、総じてエクスポージャーは、信用上ややポジティブ、信用上中立、または信用上ややネガティブとなる範囲にある。  エクスポージャーが大きくない、またはE ないしS のリスクを十分に相殺するような関連する緩和要素がある場合、その発行体ないし取引には、「中立-低い」のスコアが付されるだろう。  「中立-低い」のG の発行体プロフィール・スコアは、発行体ないし取引がそのセクター内で平均的であることを示し、そのエクスポージャーは総じて信用上ポジティブでもネガティブでもない。
E-3 ややネガティブ S-3 G-3	「ややネガティブ」のE またはS の発行体プロフィール・スコアの発行体ないし取引は通常、信用上ややネガティブなリスクを伴うE またはS の要因へのエクスポージャーがある。こうした発行体は、当該のE またはS のリスクに関連する一定の緩和要素を持つ場合があるが、そのリスクを完全に相殺するほど十分なものではない。  「ややネガティブ」のG の発行体プロフィール・スコアは、発行体ないし取引がそのセクター内で平均を下回る位置付けにあることを示し、そのエクスポージャーが与える信用力へのリスクもやや高いものになる。
E-4 ネガティブ度が S-4 高い G-4	「ネガティブ度が高い」のE またはS の発行体プロフィール・スコアの発行体ないし取引は通常、信用上の高いリスクとなるようなE またはS の要因へのエクスポージャーがある。こうした発行体は、当該のE またはS のリスクに関連する一定の緩和要素を持つ場合があるが、リスクに対する影響は概して限定的である。  「ネガティブ度が高い」のG の発行体プロフィール・スコアは、発行体ないし取引がそのセクター内で弱い位置付けにあることを示し、そのエクスポージャーが与える信用力へのリスクも全体的に高いものになる。
E-5 ネガティブ度が S-5 極めて高い G-5	「ネガティブ度が極めて高い」のE またはS の発行体プロフィール・スコアの発行体ないし取引は通常、信用上の極めて高いリスクとなるようなE またはS の要因へのエクスポージャーがある。こうした発行体は、当該のE またはS のリスクに関連する一定の緩和要素を持つ場合があるが、その程度はリスクの大きさと比較して軽微である。  「ネガティブ度が極めて高い」のG の発行体プロフィール・スコアは、発行体ないし取引がそのセクター内で極めて弱い位置付けにあることを示し、そのエクスポージャーが与える信用力へのリスクも全体的に極めて高いものになる。

（出所）ムーディーズ「環境・社会・ガバナンスリスク評価の一般原則」2021年1月7日、19頁、を基に野村證券作成

G の IPS も E・S と同様に信用力に関連する要因に着目するもので、信用プロフィールにおけるポジティブまたはネガティブな要因、さらに晒されているリスクに対する緩和策や対策を反映するとしているが、評価はセクター、サブセクター等における「相対的」な強さ（relative governance strength）を示したものとしている。

ESG 各項目の IPS は E-1～E5、S-1～S-5、G-1～G-5 というように 5 段階で評価され、1 が Positive（ポジティブ）で 5 が Very Highly Negative（ネガティブ度が極めて高い）となっている。

IPS の決定に際しては、ESG 各要素と各要素の主要なリスク分類（Risk Categories）について評価するとしている。リスク分類とは、ESG の要素ごとに大枠のリスク項目を決めてさらにリスク項目を細分化したものである。例えば E であれば大枠のリスク項目として①低炭素社会移行、②物理的気候リスク、③水資源の管理、④廃棄物・汚染、⑤自然資本の 5 つがあり、さらに細分化したものとして①の低炭素社会移行であれば、a) 脱炭素に向けた現状、b) 技術、市場、政策のリスク、c) リスク軽減に向けた対策、d) 低炭素社会移行が加速した場合の長期的なレジリエンス、に分かれている。図表 4 はガバナンスのリスク分類である。

IPS 評価のために参照する情報は定量的・定性的双方のデータを含むことがあり、通常は外部から入手可能なものを使うものの、格付プロセス（年次格付レビュー等の発行体とのミーティング等）のなかで発行体から提供された非公開の情報を織り込む場合もあるとしている。

E と S の IPS の決定プロセスでは発行体のリスク分類に加えて、セクターごとの E・S のリスクについて Moody's がまとめたカテゴリ・スコアを参照する場合もある。多くの E・S のリスクがセクターや資産クラスで共通することが理由として挙げられている<sup>6</sup>。

図表 4 ムーディーズのガバナンスリスク分類：民間セクター

財務戦略とリスク管理	経営の信頼性と実績	組織構造
<ul style="list-style-type: none"> <li>・借入方針</li> <li>・資本モデル、ストレステスト</li> <li>・M&amp;A戦略</li> <li>・配当方針、資本配分方針</li> <li>・リスク管理方針・監督</li> <li>・内部統制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・業績と見通しの正確性</li> <li>・規制関連</li> <li>・後継者計画とキーパーソンリスク</li> <li>・経営品質と経験</li> <li>・プロジェクトまたは子会社への支援</li> <li>・損失準備金</li> <li>・サービサーまたはマネージャーの品質</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・組織の複雑性</li> <li>・法的構造、所有者構造</li> <li>・インサイダー取引、関連当事者取引</li> <li>・資本構造、組織間の資金調達のつながり</li> </ul>
法令順守と報告	取締役会の構造・方針・手順	
<ul style="list-style-type: none"> <li>・規制抵触</li> <li>・民事・刑事捜査</li> <li>・証券取引に絡む訴訟、捜査</li> <li>・贈収賄と汚職</li> <li>・会計方針と開示</li> <li>・財務報告の一貫性と質</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・所有権と統制</li> <li>・経営者報酬の構造と開示</li> <li>・取締役会の監督機能と有効性</li> <li>・財務監督と資本配分</li> </ul>	

(注) リスクのカテゴリは一定の区別をされているが、カテゴリ間で相互関係がある場合もある。サブカテゴリは代表的なものを挙げるもので網羅的なものではない。

(出所) ムーディーズ「環境・社会・ガバナンスリスク評価の一般原則」2021年1月7日、17頁、を基に野村証券作成

<sup>6</sup> セクターごとのカテゴリ・スコアは Moody's の公表している環境・社会リスクのヒートマップに相当する。環境・社会リスクのヒートマップについては Moody's, Heat Map: Sectors with \$3.4 Trillion in Debt Face Heightened Environmental Credit, 14 Dec 2020 参照。



### 3) クレジット・インパクト・スコア

今回の格付手法改定のもう一つの柱と言える、ESG全要因の最終的な格付への影響を示すスコアはクレジット・インパクト・スコア（Credit Impact Score、以下 CIS）と呼ばれる（図表 5 参照）。CIS は発行体の格付決定において ESG 要素がどの程度影響を与えているかを「定性的」に評価し 5 段階で表している<sup>7</sup>。

CIS の決定に際しては、IPS および当該「一般原則」における格付手法や発行体格付の導出で従来から利用しているセクター別の格付手法が示している広範な ESG 要因を分析するとしている<sup>8</sup>。

IPS と CIS の間に直接的な関係はないものの、IPS は CIS に一定の影響を与えるという。例えば CIS-1 の発行体の IPS は少なくとも ESG の 3 項目のどれか一つはスコア 1 であることが要件となっている。CIS のスコアが 3 以下の発行体は IPS の ESG のスコアのいずれかが 3 以下に該当する場合が想定されるという。

Moody's は格付水準と CIS のスコアについて、ESG 要素は格付を構成する要因の一つに過ぎず、両者の間に直接的な関係はないとしている。このため、必ずしも高い格付がスコアの低い CIS を意味するとは限らず、また低い格付がスコアの低い CIS を示唆しないという。

図表 5 ESG クレジット・インパクト・スコア

スコア	カテゴリ	定義
CIS-1	ポジティブ	CIS-1(ポジティブ)のスコアの発行体は、ESG 要因による現行格付への影響が総じてポジティブと考えられる。当該発行体の ESG 要因が格付に及ぼすポジティブな影響は総合的に大きい。
CIS-2	中立～低い	CIS-2(中立～低い)のスコアの発行体は、ESG の要因による現行格付への影響が総じて中立から低いものと考えられる。これらの要因による総合的な影響は重大ではない。
CIS-3	ややネガティブ	CIS-3(ややネガティブ)のスコアの発行体は、ESG の要因による現行格付への影響が総じて限定的で、将来的に徐々にネガティブな影響が及ぶ可能性を伴うと考えられる。総合的に、当該発行体の ESG 要因が格付に及ぼすネガティブな影響は CIS-2 のスコアの発行体に比べると大きい。
CIS-4	ネガティブ度が 高い	CIS-4(ネガティブ度が高い)のスコアの発行体は、総じて、ESG の要因による現行格付へのネガティブな影響が認識できるものと考えられる。総合的に、当該発行体の ESG 要因が格付に及ぼすネガティブな影響は CIS-3 のスコアの発行体に比べると大きい。
CIS-5	ネガティブ度が 極めて高い	CIS-5(ネガティブ度が極めて高い)のスコアの発行体は、ESG の要因による現行格付への影響は総じて極めてネガティブ度が高いと考えられる。総合的に、当該発行体の ESG 要因が格付に及ぼすネガティブな影響は CIS-4 のスコアの発行体に比べると大きい。

(注) 下線は筆者による。

(出所) ムーディーズ「環境・社会・ガバナンスリスク評価の一般原則」2021年1月7日、23頁、を基に野村証券作成

<sup>7</sup> The ESG credit impact score (CIS) is an output of the rating process that more transparently communicates the impact of ESG considerations on the rating of an issuer or transaction. The CIS is based on our qualitative assessment of the impact of ESG considerations in the context of the issuer's or transaction's other credit drivers that are material to a given rating. (ESG クレジット・インパクト・スコア [CIS] は、発行体ないし取引の格付に対する ESG 要因のインパクトをより明確に伝えるための、格付プロセスのアウトプットである。CIS は、格付に重要とされる発行体のその他の信用上の要因としての ESG の影響を定性的に評価するものである。下線は筆者による。)

<sup>8</sup> When we establish a CIS, we consider the ESG exposures that are pertinent to the rating, including the relevant IPSs (if assigned) as well as the broader ESG considerations described in this methodology and in the sector-specific rating methodology we use to rate the issuer or transaction. (CIS 導出にあたっては、関連する IPS [付与されている場合] のほか、本格付手法や発行体ないし取引の格付に用いるセクター別格付手法に示される幅広い ESG 要因など、格付に関連する ESG エクスポージャーを分析する。)

ただし CIS のスコアが 4 ないし 5 の場合は、ESG リスクが当該発行体の格付を引き下げている（ESG リスクがなければより高い格付となる）ことを示している<sup>9</sup>。また CIS-3 の場合は現在の格付への影響は限定的であるものの、将来により大きなネガティブな影響が格付に及ぶ可能性あるとしている<sup>10</sup>。

一方、CIS-1 の場合は ESG 要素が格付にとって大きなポジティブな影響を与えている<sup>11</sup>として、格付水準への影響が示唆されている。なお CIS-2 については、ESG 要素はポジティブなものの、格付に大きな影響を与えるほどでない状況としている<sup>12</sup>。

CIS のスコアによって格付へのノッチ差につながり得る ESG の影響が見えるようになることは、格付における ESG 評価の透明性が高まる観点から意義が大きいと考える。市場関係者が格付を利用する上での新たな便益を提供するものになると期待される。

一方、IPS、CIS ともにその評価にあたっては ESG の特性もあり、定性的な要因が大きく、外部からは容易に検証できない点は留意点となろう。今後格付委員会における IPS、CIS の議論や決定プロセスを積み上げることを通じて格付プロセスの明確化が進むのであれば、その内容を積極的に市場関係者に対して発信していくことが透明性向上の観点から望まれる。

## 2. S&P

S&P の格付における ESG 評価は 2013 年 12 月に公表したレポート<sup>13</sup>及び 2018 年 5 月に公表したレポート<sup>14</sup>がベースとなっている。

S&P の格付手法は、事業会社の場合、事業リスクプロファイルと財務リスクプロファイルそれぞれのスコアを定量・定性両面から決定し、両スコアをマトリクスにかけてアンカー値を決定する。アンカー値に 5 つの調整値をかけた上で類似格付分析という定性面中心の相対評価による調整を経て、スタンドアローン格付を導出、さらに状況によってグループ・政府による支援の要素を加味して最終的な格付に至る（図表 6 参照）。

同社は上記レポートにおいて ESG リスクを事業プロファイル、財務プロファイル、経営陣とガバナンス（M&G）の評価のなかで考慮するとしている。ESG の各項目のなかで G については従来の格付手法のなかでも比較的詳しく説明されており、4 段階で示す M&G の総合評価において下位 2 段階のスコアとなった場合は格付のノッチダウン要因になっている（図表 7 参照）。

<sup>9</sup> Where the score is CIS-4 (Highly Negative) or CIS-5 (Very Highly Negative), it means we think the rating is lower than it would have been if ESG risk exposures did not exist. (スコアが CIS-4 [ネガティブ度が高い] または CIS-5 [ネガティブ度が極めて高い] の場合、ESG リスクへのエクスポージャーがない場合に比べて格付が低くなるとのムーディーズの見解を意味する。)

<sup>10</sup> Where the score is CIS-3, ESG risks have a limited impact on the current rating with potential for greater future negative impact over time. (スコアが CIS-3 の場合は現行格付への影響は限定的だが、いずれ将来的により大きなマイナスの影響が及ぶ可能性がある。)

<sup>11</sup> Where the score is CIS-1, we perceive material positive ESG impacts, with a positive rating impact. (CIS-1 のスコアの場合は、極めてポジティブな ESG の影響が考えられ、格付への影響はポジティブ。)

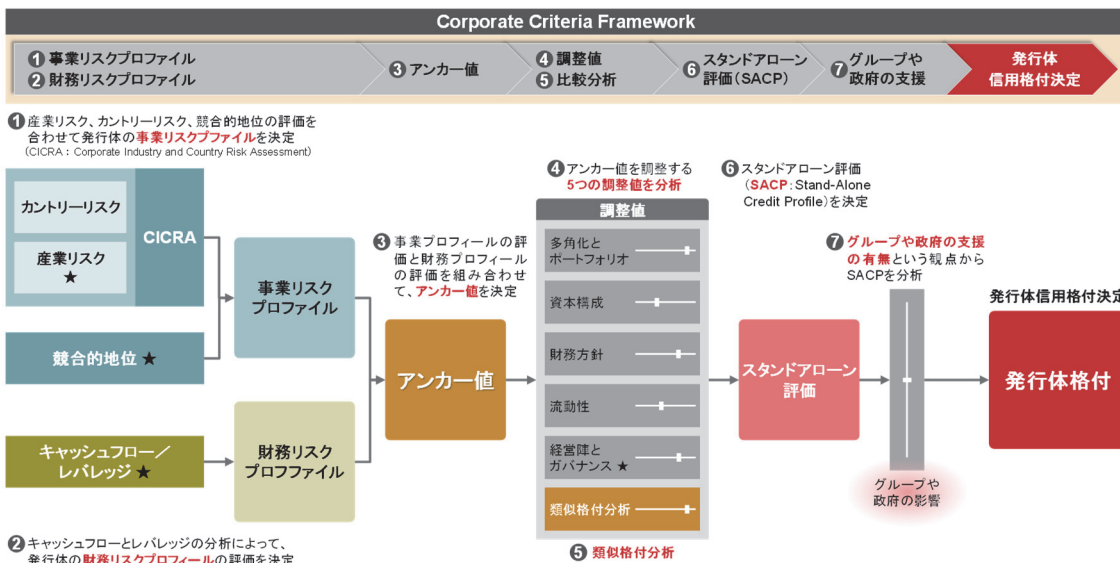
<sup>12</sup> In cases where the impact of ESG exposure is viewed as positive but not material for the rating, the score would be CIS-2. (ESG のエクスポージャーの影響がポジティブとの認識でも、格付への影響が重大でない場合のスコアは CIS2 である。)

<sup>13</sup> S&P 「事業会社の格付け手法」2013 年 12 月 20 日。

<sup>14</sup> S&P 「クレジット FAQ : ESG リスクを格付け分析にどのように織り込むか」2018 年 5 月 11 日。

図表 6 S&P による事業会社の格付基準

★ ESGリスクを考慮する可能性が高い要素



(出所) S&P「事業会社の格付け手法」2013年12月20日、4頁、S&P「クレジットFAQ: ESGリスクを格付け分析にどのように織り込むか」2018年5月11日、4頁、を基に野村証券作成

図表 7 S&P の事業会社の格付手法における経営陣とガバナンス評価

- S&PのM&C評価は格付基準における調整値の1つで、アンカー値に応じてノッチダウンの有無を決める。
- アンカー値がa-以上の場合、Fairで-1ノッチ、Weakで-2ノッチ以上のノッチダウン要因となる。

8つの経営陣の評価項目 (ポジティブ/中立的/ネガティブ)	7つのガバナンスの評価項目 (中立的/ネガティブ)	総合評価
1 戦略策定プロセス	1 取締役会の有効性	強い (Strong)
2 戦略と、組織の能力・市場環境との整合性	2 創業者の所有権または支配的所有権	
3 戦略の遂行状況をモニター、調整、コントロールする能力	3 経営文化	中位 (Satisfactory)
4 全社的なリスク管理基準とリスク許容範囲の包括性	4 規制・税制・法制面での違反行為	
5 業績目標	5 情報の伝達	やや弱い (Fair)
6 経営陣の業務運営能力	6 内部統制	
7 経営陣の専門知識と経験	7 財務報告と透明性	弱い (Weak)
8 経営層の厚みと幅		

(出所) S&P「事業会社の格付け手法」2013年12月20日、を基に野村証券作成

また ESG が格付上考慮される時間軸については、上記 FAQ レポートで以下のように説明している。

「ESG の検討項目が財務に与える影響： 財務予測を立てるために適切な期間は、通常、よりリスクの高い投機的格付けについては2年未満、投資適格格付けについては5年未満と考えている。格付けによって期間が異なるのは、投資適格格付けを付与されている事業体は、事業、財務、自然、社会環境のあらゆる要因に対して、投機的格付けを付与されている事業体ほど脆弱ではないことを意味する。また、信用力がその期間以上に持続可能かどうかも考慮する。ある発行体について、リスクや機会が予想の期間より先に（英文は beyond the forecast period、筆者による注）具体化する可能性があると高い確率で予測できる場合には、上述のとおり、適切であればそれを定性的な信用力の検討事項に織り込む（抜粋）」

この説明を読む限り、Moody's 同様に長期にわたる ESG の影響についても定性的に織り込む可能性があるかと捉えられる。ただ S&P による格付評価は基本的に今後 2~3 年の見通しに基づいており、長期にわたり影響が想定される ESG リスクについてこの期間を超えて格付に影響を反映することは稀であり、実際の格付アクションにおいても S&P は Moody's に比べると定量面で説明可能な領域を意識する傾向が強いように見受けられる。

S&P では格付における ESG 評価について引き続き個別発行体についての情報発信をベースに透明性を向上していくとしている。

### 3. 結び

信用格付における ESG 評価は、信用力を構成する一要素であり債務償還確実性の（相対）評価と常に結びついている、もしくは結びつくべきものであろう。ESG 評価機関の ESG 格付・スコアは、一定の前提・プロセスの下に導かれた結果であり、投資判断の一材料として根源的に何を意味・意図するか（短期・中期・長期の株価、企業価値、債券価格、デフォルトリスク等）が必ずしも明確になっておらず、それ故に、現状、評価機関ごとの評価に比較的大きなばらつきがある状況であり、信用格付における ESG 評価とは異なる側面もある。信用格付における ESG 評価は緒に就いた段階であり、今後時間をかけたデフォルトスタディ等による検証を経て品質が向上していくとみられるが、資本市場のインフラとしてどのように利用され影響力を持つていくのか、ESG 評価機関による格付・スコアとどのように差別化されるのか、共存していくのか、信用格付会社の ESG 評価機関としての動向と併せて注視していきたい。

格付における ESG 評価手法のレポートの公表を含め、S&P のほか日系格付会社の動向にも大きな進展があればテーマとして改めて取り上げていければと思う。

## IV 参考：個別発行体のレポートで記載された ESG についての評価事例

図表 8 欧州ユーティリティ大手のフランス電力 (Électricité de France、EDF) の ESG 評価

Moody's
<p><b>環境・社会・ガバナンスに関する考慮事項</b></p> <p>フランス電力 (Électricité de France、EDF) が晒されている環境リスクは主に 2019 年末までに公布された仏エネルギー・気候法に基づくエネルギー移行計画に起因する。二酸化炭素 (CO<sub>2</sub>) 排出量を 2028 年までに 2016 年比で 30%削減するという目標が設定されており、その上限は 2 億 2,700 万トンになる。この目標に関連して、自然エネルギーの開発は加速し、特に陸上風力は 2030 年までに 3 倍、太陽光は 5 倍に増加、さらに原子力発電は 2035 年までに総発電量の 50%に削減することになっている (2019 年時点の比率は 71%)。</p> <p>EDF は原子力発電および水力発電によって変動費率と炭素強度 (55 g CO<sub>2</sub>/kWh) が低く抑えられているのに加え、再生可能エネルギーや規制事業の利益貢献が拡大していることから、他の電力会社に比べて低炭素社会移行リスクは低い。この比較優位は同社における大規模集中型発電の占める大きさによって相殺されている。</p> <p>社会に関する事項は EDF の信用力に重大と言えるほどの影響は与えていない。新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大によってマクロ経済環境が依然として不透明であるなか、新型コロナウイルス感染症渦は EDF の主要市場において同社の価格ヘッジが抜け落ちていく 2021 年と 2022 年の電力価格の抑制要因になるとともに、従業員への衛生対応に伴う保守作業の遅れから 2020-22 年の原子力発電量の減少につながる模様である。この二つの要因が今後 3 年間の EDF グループの収益性を大きく低下させる可能性がある。</p>
S&P
<p><b>環境、社会、ガバナンス</b></p> <p>ESG に関する EDF の主要なリスクはガバナンスである。S&amp;P は同社のガバナンスのスコアを「fair (やや弱い)」と評価しており、これは同業他社に比べて低い。EDF のガバナンスに関するリスクは主に、取締役会の監督機能と、多額に上る欧州加圧水型 (EPR) 新規原発プロジェクトにおけるリスク管理能力および超過コストを回避する同社の能力に起因する。EDF グループは英国で総費用 21.5 億-22.5 億ポンドの二つの新しい EPR 原発 (シンクリー・ポイント C) に事業着手、すでに約 3.4~4.4 億ポンドのコスト改定 (増) を発表した。さらにフランス初の EPR 原発である FLA-3 については総費用が 15 億ユーロ増加し、95 億ユーロとなることを 2019 年 10 月に発表した。これは仏原子力安全当局による格納容器内の 8 箇所の溶接部の修理命令を受けた措置である。一方、フランス政府の同社への財政支援に対する姿勢はポジティブな要素である (以下参照)。</p> <p>世界最大級の原子力発電設備 (73 GW、出力 76%) を保有することはカーボンフットプリントの観点で同業他社に対して大きな優位となっている。もともと EDF の原発設備の経済価値を立て直すには抜本的な構造改革が必要であるが、ポジティブな兆候はある。すなわち仏政府がベースロード電源の持続性を確保するための報酬制度の必要性を認識しており、ARENH (EDF の原子力発電による電力を一定価格で小売り事業者に売却する制度) の価格決定メカニズムからの EDF の離脱を容認する可能性がある点である。原発はゼロエミッションと規制変更の可能性という利点がある一方で、将来の核廃棄物の長期貯蔵に関連する環境および社会リスクはネガティブな要素である。S&amp;P は EDF のデコミッションと核廃棄物貯蔵に関する負債 (500 億ユーロ) を資産除去債務として調整後バランスシートに計上しており、その額は引き続き増加傾向にある。EDF によるエネルギー構成の分散と低炭素電源への集約に向けた取り組みは、同社のプロジェクト Cap 2030 と Solar Plan (太陽光発電の容量を 2035 年までに 30 GW 確保) の意欲的な戦略目標に示されている。総合評価として EDF の環境スコアは業界の平均並みである。</p> <p>社会に関する事項は仏国内での EDF の位置付けをどう評価するかという観点から重要である。仏国内では原子力産業に対する支持は、経済的・社会的利害を考慮すると依然として存在すると S&amp;P はみている。フランスの新たなエネルギー政策では PPE (エネルギー多年度計画 2019-2028) に基づいて、電力構成における原発の比率を 2035 年までに 50%に引き下げることになっている (現在は 75%)。これに対応するために EDF は 50 年の耐用年数に基づき 2035 年までに段階的に原子力発電所を廃止するとともに、再生可能エネルギーへの多額の投資が必要になる可能性がある。長期にわたる大規模投資は EDF グループのフリーキャッシュフローの制約要因になるとみられる。</p>

(出所) Moody's, *Credit Opinion: Électricité de France*, 1 December 2020; S&P, *RatingsDirect: Électricité de France S.A.*, 3 April 2020、より野村證券訳