

信用格付における ESG スコアの事例 — Moody's, S&P が順次公表、評価に差異も —

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 ESG（環境、社会、ガバナンス）要素の影響について個別発行体のスコアの公表を順次進めている。Moody's は 2020 年 5 月以降、ESG へのエクスポージャーの大きい業種から公表を始め、事業会社、金融機関に加えソブリンや地方自治体といった公共セクターまで含めている。S&P も同年 10 月以降公表を開始し、電力・ガスといったユーティリティや自動車、石油・ガス、医薬、運輸等々矢継ぎ早に対象業種を広げている。
2. MSCI、サステナリティクスといった ESG 評価機関の格付・スコアと比べた特徴として、信用格付会社の ESG スコアは信用力に影響を与える要素だけに絞った点が挙げられる。Moody's、S&P いずれも 5 段階評価のスコアを使い、下位 4 以下の場合、ESG 要素によって現在の格付が引き下げられていることを示している。場合によっては発行体の ESG への対応の巧拙が格付水準に影響していることも分かり、投資家にとってより有用な判断材料を提供する可能性がある。
3. 本稿では ESG、特に E の影響を受けやすいユーティリティセクターを取り上げて、Moody's と S&P の評価の共通点、相違点について検証を試みている。上位企業、下位企業で概ね共通点がある一方、Moody's の上位企業が S&P では中位以下にあったり、またその逆のケースもあった。信用格付の水準や格付体系（同一業種内等における各発行体の相対的位置付け）そのものには両社間で大きな差異は認められていないだけに、信用力に影響を与える ESG スコアで対象企業によって比較的大きな差異があることは興味深い。
4. ESG スコアは格付アナリストによる「定性的」な議論を中心に決定しているという。ESG を構成する要素のどこに力点を置くかによってスコアの評価が変わってくることは、スコアの信用力への影響の確からしさを考える上でも、格付会社によるより詳細な分析の報告が待たれる。

I Moody's、S&P による ESG スコアの公表

1. 公表対象業種

外資系信用格付会社を中心に格付における ESG（環境、社会、ガバナンス）要素の影響について個社のスコアの公表が急速に進んでいる。Moody's は 2020 年 5 月以降、また S&P は 2020 年 10 月以降、以下の業種を公表している（図表 1）。

図表 1 Moody's 及び S&P が ESG スコアを公表している業種一覧

Moody's	S&P
規制電力・ガスネットワーク会社、非規制ユーティリティ・発電会社、医療製品・装置、医薬、ソブリン、地方自治体、国際開発金融機関（Multilateral Development Banks）、炭鉱・石炭ターミナル、金属・その他鉱業、銀行、生命保険、損害保険・再保険、健康保険、保険ブローカー・サービス会社、ファイナンス会社、アセット・マネージャー、証券会社・市場インフラプロバイダー、メディア・娯楽、自動車、自動車部品、半導体・技術ハードウェア、石油・ガス（総合、開発・生産、中流エネルギー、油田サービス、精製・販売）、通信、包装材メーカー（金属、ガラス、プラスチック）、紙・林産物、出版	規制ユーティリティ・ネットワーク会社、発電会社、建築資材、自動車、石油・ガス（上流・精製）、保険会社、中流エネルギー、金属・鉱業、資本財、化学、土木建築、技術、メディア・娯楽、レジャー、通信、航空・航空機リース、海運・陸運・鉄道、航空宇宙・防衛、交通インフラ、不動産、小売り・レストラン、ヘルスケア、ビジネス・環境・消費者向けサービス、アグリビジネス・コモディティフーズ・コモディティトレーディング、消費財、投資持株会社・総合商社、紙・林産物・包装・容器

（注） 2022 年 1 月 14 日時点。

（出所） Moody's 及び S&P のデータに基づき、野村證券作成

2. 信用格付における ESG スコアの概要

Moody's による信用格付における ESG スコアは E、S、G 各要素の 5 段階評価である発行体プロファイル・スコア（IPS）と ESG 全体の影響を 5 段階評価で表した ESG クレジット・インパクト・スコア（CIS）から成る。IPS、CIS とともに 1 が最も良く 5 が最も悪い影響を与えていることを示している。ESG 要素が機会よりもリスクとして影響を与える事例が多いことから、3 を中立とはせず 2 を中立に近い評価として 3 以下はネガティブな影響となる（図表 2）¹。

CIS が 4 以下の場合、現在の格付が ESG 要素によって 1 ノッチ程度以上押し下げられていることを示している。言い換えれば ESG への対応によっては会社の格付が 1 ノッチ程度以上改善する可能性がある。

¹ 詳細は今川玄「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。

図表 2 Moody's の 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。

(出所) Moody's「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、を基に野村證券作成

S&Pの信用格付における ESG スコアも同じく E、S、G 各要素を 5 段階で表示。Moody's と同じく 1 が最も良く、2 が中立的、3 以下はスコアの低下に従ってネガティブの度合いが高まる。S&Pには Moody's の CIS のような総合評価はなく、E、S、G 各要素のスコアが示す格付への影響は、3 が見通しネガティブに相当、4 が 1 ノッチダウン、5 が 1 ノッチ以上のダウンに概ね相当するとしている (図表 3)²。E と S がともに 4 となった発行体は格付が 1+1=2 ノッチ引き下げられているかという点必ずしもそうではなく、E の構成要素と S の構成要素に重複する内容があれば 1 ノッチ程度にとどまるケースもあるという。

信用格付における ESG スコアは今のところ Moody's、S&P とともに世界各拠点の同じセクターを担当する格付アナリストが Web 会議等で集まり、定性的な議論を通じて決定しているという。

図表 3 S&P のクレジット・インジケーター

格付分析に及ぼす影響	環境 インジケーター	社会的 インジケーター	ガバナンス インジケーター
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 クレジット・インジケーターの定義とその導入」2021年11月2日、2頁、を基に野村證券作成

² 詳細は今川玄「信用格付における ESG 要素の透明化—ESG に起因する格付アクション—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年夏号を参照。

II Moody'sとS&Pによる信用格付におけるESGスコアの比較（大手ユーティリティ）

Moody's と S&P のスコアの比較に際しては日米欧の大手ユーティリティを参照した。産業部門別の二酸化炭素（CO2）直接排出量のシェアで最も大きく、事業ポートフォリオの転換を迫られている業種の筆頭格にあること、対象となる大手の社数が多く相対感を得やすいことがこのセクターを選んだ主な理由である。

図表 4 と図表 5 が今回取り上げた Moody's、S&P それぞれが格付を付与しているユーティリティの信用格付と ESG スコアの一覧で、Enel S.P.A.（Enel、イタリア）、Electricite De France（EDF、フランス）、Iberdrola S.A.（Iberdrola、スペイン）、NextEra Energy, Inc.（NextEra、米国）、PG&E Corporation（PG&E、米国）の 5 社を比較対象とした。Moody's、S&P で評価がほぼ同じ上位と下位、また両社で評価の割れた代表例としてこの 5 社を選んだ。

図表 4 Moody's : 大手ユーティリティの ESG スコア

国・地域	発行体	長期格付 (シニア)	クレジット・ インパクト・ スコア (CIS)	環境 プロファイル ・スコア	社会 プロファイル ・スコア	ガバナンス プロファイル ・スコア
イタリア	Enel S.P.A.	Baa1	CIS-2	E-3	S-3	G-2
英国	National Grid Plc	Baa2	CIS-2	E-3	S-3	G-2
フランス	Electricite De France	A3	CIS-2	E-3	S-3	G-3
米国	American Electric Power Company, Inc.	Baa2	CIS-3	E-3	S-3	G-2
ドイツ	E.On Se	Baa2	CIS-3	E-3	S-3	G-2
スペイン	Iberdrola S.A.	Baa1	CIS-3	E-3	S-3	G-2
米国	Avangrid, Inc.	Baa2	CIS-3	E-4	S-3	G-2
英国	Centrica Plc	Baa2	CIS-3	E-4	S-3	G-2
日本	中部電力	A3	CIS-3	E-4	S-4	G-3
日本	中国電力	Baa2	CIS-3	E-4	S-4	G-3
米国	Consolidated Edison, Inc.	Baa2	CIS-3	E-4	S-3	G-2
米国	Dominion Energy, Inc.	Baa2	CIS-3	E-4	S-3	G-2
米国	Duke Energy Corporation	Baa2	CIS-3	E-4	S-3	G-2
日本	電源開発	A2	CIS-3	E-4	S-4	G-3
フランス	Engie Sa	Baa1	CIS-3	E-4	S-3	G-3
米国	Exelon Corporation	Baa2	CIS-3	E-4	S-3	G-3
日本	関西電力	A3	CIS-3	E-4	S-3	G-4
日本	九州電力	A3	CIS-3	E-4	S-3	G-3
米国	NextEra Energy, Inc.	Baa1	CIS-3	E-4	S-3	G-2
日本	沖縄電力	A1	CIS-2	E-4	S-2	G-2
日本	大阪ガス	A1	CIS-3	E-4	S-3	G-3
米国	Southern Company (The)	Baa2	CIS-3	E-4	S-3	G-3
日本	東京ガス	A1	CIS-3	E-4	S-3	G-3
米国	Firstenergy Corp.	Ba1	CIS-4	E-3	S-3	G-4
ドイツ	Rwe Ag	Baa2	CIS-4	E-4	S-3	G-2
米国	Edison International	Baa3	CIS-4	E-5	S-4	G-2
日本	東京電力ホールディングス	Ba1	CIS-4	E-5	S-5	G-4
米国	PG&E Corporation	Ba2	CIS-5	E-5	S-4	G-4

(注) 並びは CIS スコアの良好な順。CIS スコアが同じ場合は E スコアの良好な順で、E スコアも同じ場合は順不同。比較対象とする企業を濃い帯とした。長期格付および ESG スコアは 2021 年 12 月 7 日時点。

(出所) Moody's 「Cross-Sector – Global: MIS ESG credit impact scores and issuer profile scores - Excel Supplement」
2021 年 12 月 7 日、を基に野村證券作成

図表 5 S&P : 大手ユーティリティの ESG スコア

国・地域	発行体	発行体格付	環境 インジケータ	社会 インジケータ	ガバナンス インジケータ
スペイン	Iberdrola S.A.	BBB+	E-1	S-2	G-1
デンマーク	Orsted A/S	BBB+	E-1	S-2	G-1
米国	NextEra Energy Inc.	A-	E-1	S-2	G-1
イタリア	Enel SpA	BBB+	E-2	S-2	G-1
英国	SSE PLC	BBB+	E-2	S-2	G-2
米国	AVANGRID Inc.	BBB+	E-2	S-2	G-2
米国	Fortis Inc.	A-	E-2	S-2	G-2
英国	National Grid PLC	BBB+	E-2	S-2	G-2
米国	FirstEnergy Corp.	BBB-	E-2	S-2	G-4
米国	Consolidated Edison Inc.	A-	E-2	S-3	G-2
フランス	ENGIE SA	BBB+	E-3	S-2	G-2
米国	Calpine Corp.	BB-	E-3	S-2	G-3
米国	Sempra Energy	BBB+	E-3	S-2	G-2
日本	Jera Co. Inc.	A-	E-3	S-2	G-2
日本	沖縄電力	A+	E-3	S-2	G-2
日本	大阪ガス	AA-	E-3	S-2	G-2
日本	静岡ガス	A	E-3	S-2	G-2
日本	東京ガス	AA-	E-3	S-2	G-2
米国	Xcel Energy Inc.	A-	E-3	S-3	G-1
米国	American Electric Power Co. Inc.	A-	E-3	S-3	G-2
米国	Dominion Energy Inc.	BBB+	E-3	S-3	G-2
米国	Southern Co.	BBB+	E-3	S-3	G-2
日本	中国電力	BBB+	E-3	S-3	G-2
日本	電源開発	A	E-3	S-3	G-2
日本	四国電力	A-	E-3	S-3	G-2
フランス	Electricite de France S.A.	BBB+	E-3	S-3	G-4
米国	Exelon Corp.	BBB+	E-3	S-3	G-4
英国	Centrica PLC	BBB	E-3	S-4	G-2
ドイツ	Uniper SE	BBB	E-4	S-2	G-3
米国	Duke Energy Corp.	BBB+	E-4	S-3	G-2
米国	Edison International	BBB	E-4	S-2	G-2
日本	東京電力ホールディングス	BB+	E-5	S-5	G-3
米国	PG&E Corp.	BB-	E-5	S-5	G-5

(注) 並びは CIS スコアの良好な順。CIS スコアが同じ場合は E スコアの良好な順で、E スコアも同じ場合は順不同。比較対象とする企業を濃い帯とした。発行体格付および ESG スコアは 2021 年 11 月 18 日時点。

(出所) S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Power Generators」 2021 年 11 月 18 日、8-48 頁、および S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Regulated Utility Networks」 2021 年 11 月 18 日、34-35 頁、を基に野村証券作成

Enel は欧州最大手のユーティリティで同セクターの企業として世界初のサステナビリティ・リンク・ボンドを発行した（時価総額 693.6 億ユーロ、2022 年 1 月 14 日時点）。Iberdrola は再生可能エネルギーで先端を走る大手ユーティリティで時価総額は 638.5 億ユーロ（2022 年 1 月 14 日時点）。EDF の前身はフランス電力公社で 2005 年に上場、現在もフランス政府が 83.88% の株式を保有している（2021 年 12 月 31 日時点）³。時価総額は 281.3 億ユーロ（同）。米国の NextEra は時価総額で世界最大（1,665.5 億ドル、同）のユーティリティ。PG&E はカリフォルニア州の森林火災を巡る損害賠償が原因で 2019 年に連邦破産法 11 条の適用を申請、2021 年 6 月に倒産状態からの脱却（emerge）が確認された（時価総額 258.3 億ドル、同）。

ここからは上記各企業について Moody's と S&P の ESG スコアを確認していく。なお各社についてのコメントの出所は図表 4 および図表 5 と同様の出所に基づく。

1. Enel

Enel は Moody's の CIS-2 で大手ユーティリティで最上位、格付への影響はほぼ中立、S&P でも E-2 で格付への影響は中立となっている。今回参照した大手ユーティリティのなかで Moody's、S&P いずれにおいても ESG 要素が格付にネガティブな影響を与えていないのは Enel と National Grid PLC（米国）だけである。ただ Moody's の Enel の E スコアは 3 「ややネガティブ」で両社の評価に若干の違いがある。S&P の E スコアは再生可能エネルギーへの積極的な投資や石炭火力からの完全撤退に向けた進捗を高く評価している（図表 6）。Moody's も脱炭素に向けた取り組みは高く評価する一方で、S&P のコメントにはない物理的気候リスクについて言及しており、これが E スコアの制約要因になっていることが読み取れる。

Moody's は Four Twenty Seven（427）という気候変動リスクに関するデータ提供会社を 2019 年に買収、同社の分析に基づいた発行体のリスクに関するスコアを個社の信用格付のサイト（有料）に掲示しているほか、格付決定プロセスにおいても参照することがある。こういった点も E スコアの違いに反映されている可能性がある。物理的気候リスクに関する言及は本稿で比較対象としている他の 4 社にも同様にあり、Moody's の E 評価コメントの特徴と言える。

G スコアについては S&P が最上位の 1（ポジティブ）としているのに対して Moody's は 2（ほぼ中立）としている。Moody's は制約要因の筆頭にイタリア政府による一部株式の保有を挙げている。政府による株式保有がガバナンス評価上の制約要因になるのは MSCI の ESG 格付とも共通している。

³ EDF ウェブページ「Capital Structure」。

< <https://www.edf.fr/en/the-edf-group/dedicated-sections/investors-shareholders/the-edf-share/capital-structure>、2022 年 1 月 14 日閲覧 >

図表 6 Enel の ESG スコアコメント

Enel (Moody's)

CIS

EnelのESGクレジットのインパクト・スコアは中立～低い(CIS-2)である。ESGに関する考慮は現在、格付に実質的な影響を与えていない。ただしイタリア政府による影響は制約要因となっている。

E

エネルの環境リスクはややネガティブ(E-3)である。これは極端な気象現象や異常気象が物的資産に損害を与えるリスクを含む物理的気候リスクへの当グループの中程度のエクスポージャーを反映している。これらのリスクは電力ネットワークや再生可能エネルギーへの高いエクスポージャーを反映しており、中位ないし低位の脱炭素移行リスクに相当する。Enelの水管理、廃棄物、汚染、自然資本リスクへのエクスポージャーは信用力評価上中立である。

S

Enelの社会的リスクはややネガティブ(S-3)である。これは環境、社会、経済性の問題に対する社会的関心に起因する非規制電力会社に共通するリスクを反映している。Enelの場合、最近スペインで決定された原子力および水力発電資産に対するCO2およびガス関連の利益返還措置に表れている。また同社はスペインにおける原子力発電事業によって中程度の「つくる責任」のリスクを負っている。これらのリスクは健康と安全、人的資本、顧客との関係に関する中位ないし低位のリスクにより一部相殺されている。

G

中立～低い(G-2)ガバナンスリスクは政府系機関としての同社の位置付けを反映している。イタリア政府は23.6%の株式を保有している。また主にスペインや中南米の子会社が構造的劣後や比較的高い少数株主の割合を伴っていることによる組織構造上のリスクも織り込まれている。しかし、これらのリスクは財務戦略とリスク管理、経営陣の信頼性と実績、およびコンプライアンスと報告に関連したリスクが中位から低位となっていることによって緩和されている。

Enel (S&P)

ESGクレジット要因

気候変動リスク: リスク管理、文化、監視

G

ガバナンス要因はEnelの格付評価上ポジティブである。同社のガバナンスは同業他社やイタリア企業全般に比べて強固で信用力を支える要素とS&Pは評価している。これは規制リスクを管理するための広範な専門知識と実績、グループ構造の簡素化(ラテンアメリカにおける少数株主持分の低減を含む)への取り組み、およびトランジションを戦略的に推し進めていることを反映している。

E

環境要因は格付上中立である。再生可能エネルギーの導入(2023年末までに15.4GW、2030年末までに75GWの導入を目標としている)を通じて発電ポートフォリオの脱炭素化を連結ベースで進めていることを反映している。Enelはまた石炭の段階的廃止(2020年に8.9 GWの設備容量)を加速しており、2027年までに完了する予定である。その結果、2020年には214g/kWhだったCO2換算量を、2023年には148gCO₂ eq/kWh、2030年には82 gCO₂ eq/kWhに削減することを目指している。

(出所) Moody's 「Cross-Sector – Global: MIS ESG credit impact scores and issuer profile scores - Excel Supplement」 2021年12月7日およびS&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Power Generators」 2021年11月18日、8-48頁、S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Regulated Utility Networks」 2021年11月18日、34-35頁、を基に野村証券作成

2. PG&E

図表4および図表5に記載した大手ユーティリティのなかで両格付会社ともに最も低いスコアを付けているのがPG&Eである。ESG各項目の評価も両社ほぼ共通しており、山火事がEとSのスコアを押し下げている(図表7)。S&Pは山火事に起因した連邦破産法第11条の適用を申請した実績と過去に規制当局と対立した点もネガティブな材料として指摘している。

図表 7 PG&E のスコアコメント

PG&E (Moody's)

<p>CIS PG&EのESGクレジット・インパクト・スコアはネガティブ度が極めて高い(CIS-5)。ESG要因によって現在の格付は明らかにマイナスの影響を受けている。このスコアは極めて高い環境リスクと高い社会・ガバナンスのリスクを反映している。</p>
<p>E PG&E社のネガティブ度が極めて高い環境リスク(E-5)は、主にカリフォルニア州全域で発生し得る山火事に伴う非常に高い物理的気候リスクを反映している。同社の炭素移行リスクは中位～低位だが、Diablo Canyon原子力発電に関連した廃棄物と汚染へのエクスポージャーは中位である。このリスクには2023年と2024年に予定されている原子力発電所の廃止を織り込んでいる。</p>
<p>S 社会リスクはネガティブ度が高い(S-4)となっている。火災リスクの高い地域でのインフラの運用と維持に伴うリスクの高さと、信頼性の高いサービス提供することへの潜在的な影響を反映するとともに、極端な気象現象時の山火事リスクを軽減するために規制当局が承認した停電措置を利用することも考慮している。Diablo Canyon原子力施設は稼働中は「つくる責任」のリスクを高める一方で、人口動態や社会的な動向によって環境、社会、経済的負担の問題に対する国民の関心が高まり、規制環境の悪化やマイナスの政治介入につながる可能性がある。</p>
<p>G ガバナンスリスクは最近あったシニアマネジメントと取締役会の異動を理由にネガティブ度が高い(G-4)としている。この異動は経営上の信頼性と実績にとって非常に高いリスクとなるほか、取締役会の構成、方針、手続きに関連する高いリスクも伴っている。これは財務戦略とリスク管理、組織構造、コンプライアンスと報告に関するスコアが「中程度」ないし「中～低」となっていることで緩和されている。</p>

PG&E (S&P)

<p>ESGクレジット要因 気候変動リスク; 物理的リスク; 衛生と安全; 社会資本;ガバナンス構造; リスク管理、文化、監視</p>
<p>E 環境、社会、ガバナンスすべての要素がPG&Eの格付分析上非常にネガティブな考慮事項となっている。気候変動はカリフォルニア州北部の山火事の頻度を高めており、環境要因は同社の信用力分析において不可欠となっている。</p>
<p>S 社会的リスクも高い。地域社会が森林火災を懸念するとともに、森林火災の緩和、システムの強化、技術への継続的な多額の投資によって電気料金が上昇する可能性も危惧していることを反映している。</p>
<p>G ガバナンス要因は非常にネガティブな評価となっている。同社は過去20年の間に2度にわたって破産法の適用を申請した北米唯一の規制ユーティリティである。また規制当局と対立した歴史はユーティリティセクターにおいて異例。これらは会社の評判に悪影響を及ぼし、重大なリスクとなっている。</p>

(出所) Moody's 「Cross-Sector – Global: MIS ESG credit impact scores and issuer profile scores - Excel Supplement」 2021年12月7日および S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Power Generators」 2021年11月18日、8-48頁、S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Regulated Utility Networks」 2021年11月18日、34-35頁、を基に野村証券作成

3. EDF

ESG 要素が現在の格付を押し下げているかどうかについて評価の分かれたのが EDF である。Moody's が CIS-2 として格付への影響をほぼ中立としているのに対して、S&P は E と S のスコアを 3 (格付見通しのネガティブ相当)、G のスコアを 4 として 1 ノッチ程度の引き下げ要因と見ている (図表 8)。Moody's も ESG 各スコアはいずれも 3 (ややネガティブ) としているものの、「再生可能エネルギーを含む新たな容量の開発を加速するのに際して (政府からの) 構造的な支援を受けるとみられる」ことを緩和材料として指摘している (下線部分は筆者による補足)。

S&P は G について「ガバナンスは「やや弱い (Fair)」と評価している」とコメントしている。ここで言う「やや弱い (Fair)」は ESG クレジット・インジケータの「ややネガティブ (Moderately negative)」を指すのではなく、信用格付のクライテリアに基づく

図表 8 EDF のスコアコメント

EDF (Moody's)

CIS

ESGがEDFの格付に与える影響は総じて軽微であり、CISは中立～低い(CIS-2)となっている。これはややネガティブな環境リスクと社会リスク、および低位ないし中立のガバナンスリスクを反映している。これらの格付への影響を緩和する材料として、EDFが再生可能エネルギーを含む新たな容量の開発を加速するのの際に構造的な支援を受けるとみられることが挙げられる。

E

EDFの環境リスクへのエクスポージャーはややネガティブ(E-3)である。これはフランス国内の配電資産(2020年にはEBITDAの32%に相当)に関する物理的気候リスク、および原子力発電の廃炉・放射性廃棄物処理のコストに伴う廃棄物・汚染リスクが中程度であることに起因する。もっとも大部分は専用の資産ポートフォリオでカバーされている。また夏季に規則的な熱波によって水へのアクセスが制限された場合にグループの原子力発電(2020年の総設備容量の60%)が水管理の中程度のリスクにさらされることも織り込んでいる。この評価には再生可能エネルギー(水力を除く)からの発電の割合を増やすための大規模な投資計画も織り込んでいる。

S

ややネガティブな社会リスク(S-3)は、利用者の料金への懸念、公共サービスへの期待、風評リスクといったものが人口動態や社会の動向によって影響を受けるといふ、ユーティリティ固有のリスクを反映している。これらの圧力はユーティリティにとってマイナスの政治介入になり得る。また被ばくやそれに伴う公共衛生上のリスクも含まれる。

G

EDFのガバナンスリスクはややネガティブ(G-3)である。この評価は財務戦略とリスク管理、経営陣の信頼性と実績、組織構造、コンプライアンスと報告についてのスコアが中立ないし低位である点を反映している。この評価によって、過半数所有者(フランス政府の出資比率83%以上)の存在に起因した取締役会の構造方針・手続きに関する中程度のリスクが相殺されている。EDFの取締役会は2016年に40億ユーロの増資を実施し、過去6年間株券により配当するなどバランスシートの強化策を実施した。一方、原子力産業を支援することで信用力の質を毀損した。

EDF (S&P)

ESGクレジット要因

廃棄物・汚染; 気候変動リスク; 人的資本; 社会資本; その他のガバナンス要因; リスク管理、文化、監視

E

EDFの格付分析上、ガバナンス要因はマイナスの考慮事項となっている。一方、環境・社会要因は中程度のマイナスである。世界最大級の原子力発電(正味容量72 GW、2020年の発電量の77%)保有し、二酸化炭素排出量の面で極めて有利な立場にある。もっとも排出量における優位は将来の核廃棄物の長期貯蔵に関連した環境・社会リスクによって相殺されている(2020年末時点で核燃料最終処理に伴う負債総額620億ユーロ、正味資産除去債務106億ユーロ)。

S

フランスのエネルギー移行(トランジション)におけるEDFの戦略的役割に対する政府の支援、電力ネットワーク事業の公共的使命、フランスにおける主要な雇用主としての社会的役割も評価に織り込んでいる。しかし同社の問題のあるプロジェクト管理の実績および第三者機関が指摘する同社の原発の技術的スキルと品質の欠如はEDFとサプライチェーンの双方にとって大きな社会的課題となっている。

G

ガバナンスは「やや弱い(Fair)」と評価している。主に取締役会の監視機能に関するリスクと、数十億ユーロに上る新規建設EPRプロジェクトにおけるリスク管理能力とコスト超過を回避する能力に関する不確実性に起因している。

(出所) Moody's 「Cross-Sector – Global: MIS ESG credit impact scores and issuer profile scores - Excel Supplement」 2021年12月7日およびS&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Power Generators」 2021年11月18日、8-48頁、S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Regulated Utility Networks」 2021年11月18日、34-35頁、を基に野村証券作成

ガバナンス評価の表現であり、格付上1ノッチダウンの要因となっていることを示している。この結果、ESGクレジット・インジケーターにおけるGのスコアは格付上1ノッチ程度の引き下げ要因であることを示す4となっている。なおS&PのEDFの格付レポートは原子力発電(EPR)の新規建設に関する同社のリスク管理とコスト管理に問題があるとして「EDFのガバナンスはグループにとって最も顕著なESGリスクである(EDF's governance is the most prominent ESG risk that we identify for the group)」⁴と指摘している。

Moody'sがガバナンス上、政府による出資をネガティブに見ている点はEnelと同様である。ただ政府との関係は上述の通りCISスコアを支える要素にもなっている。

⁴ S&P 「RatingsDirect Electricite de France S.A.」 2021年5月30日。

4. Iberdrola

Iberdrola については両社の評価が EDF の場合とは対照的になっている。S&P の信用格付け上の ESG スコアからは格付へのポジティブな影響が示される一方、Moody's は格付への影響をややネガティブ (CIS-3) と見ている (図表 9)。S&P の各スコアは S が 2 で中立、E と G は 1 でポジティブとなっている。E-1、S-2、G-1 のスコアは NextEra、Orsted A/S (デンマーク) と並んで大手ユーティリティでトップにある。

ESG 各スコアで両社の評価に大きな差がついたのが E である。S&P は同社が再生可能エネルギーに注力している点を高く評価 (ポジティブ) しているのに対して、Moody's は物理的気候リスクを理由にややネガティブと判断している。

図表 9 Iberdrola のスコアコメント

<p>Iberdrola (Moody's)</p> <p>CIS IberdrolaのCISはややネガティブ(CIS-3)。同社のESG要素が格付けに与える影響は限定的だが、将来大きな影響を及ぼす可能性がある。このスコアは中程度の環境リスク、社会的リスク、および低い中立のガバナンスリスクを反映している。</p> <p>E 環境リスクは、極端な気象現象や異常気象が有形資産に損害を与えるリスクを含んだグループの物理的気候リスクを反映して、ややネガティブ (E-3) としている。Iberdrolaの炭素移行リスクは、電力ネットワークや再生可能エネルギーの状況を考慮すると信用力評価上中立である。水管理、廃棄物、汚染、自然資本のリスクについても信用力評価上中立。</p> <p>S Iberdrolaの社会リスクはややネガティブ(S-3)である。これは環境、社会、経済性の問題に対する社会的関心に起因する非規制電力会社に共通するリスクを反映している。このリスクは例えば最近スペインで決定された原子力および水力発電資産に対するCO2およびガス関連の利益返還措置に表れている。また同社はスペインにおける原子力発電事業によって中程度の「つくる責任」のリスクを負っている。これらのリスクは健康と安全、人的資本、顧客との関係に関する中立ないし低いリスクにより一部相殺されている。</p> <p>G Iberdrolaのガバナンスリスクは中立ー低い (G-2) である。現在訴訟中のスパイ活動や贈収賄の事案は内部統制の潜在的な弱さを示している。また構造の劣後に起因するリスクは中程度である。ガバナンス評価は財務戦略とリスク管理、経営の信頼性と実績、取締役会の構造方針と進行に関する中立ないし低いスコアによって下支えされている。</p>
<p>Iberdrola (S&P)</p> <p>ESGクレジット要因 気候変動リスク: リスク管理、文化、監視</p> <p>E 環境要因は格付分析上ポジティブである。世界最大の再生可能エネルギー生産企業の一社で再生エネルギーのポートフォリオは37GW (13.7 GWの水力発電)に上る。2025年までに60GW (14GWの水力発電)、2030年までに95GW (約15 GWの水力発電)に増やす計画。2020年のスコープ1排出量は世界の総合電力会社のなかで最も低い水準にあり、2019年に比べ11%減少している。同社はスコープ1排出量を2025年までに70 gCO₂/KWh以下、2030年までに50 gCO₂/KWh以下に削減することを目標としている。保有する規制電力ネットワーク事業は良好なポジションにあり、同社の2020年のEBITDAの50%を占めている。</p> <p>G ガバナンス要因もポジティブである。経営陣は配当の大幅な増加よりも投資と長期的な成長を優先しており、信用力上ポジティブに評価している。またデジタル化と自動化によってビジネス全体の効率を最適化することに経営陣が戦略的に注力していることも良好な評価につながっている。一方、公判を控えたIberdrolaのCEOの調査が同社の評判と戦略にどう影響し得るかは注視していく。</p> <p>S 社会要因については、送配電網を適切に管理してきた長い実績が確認できる。</p>

(出所) Moody's 「Cross-Sector – Global: MIS ESG credit impact scores and issuer profile scores - Excel Supplement」 2021年12月7日および S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Power Generators」 2021年11月18日、8-48頁、S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Regulated Utility Networks」 2021年11月18日、34-35頁、を基に野村證券作成

5. NextEra

NextEra も格付への影響について S&P がポジティブ、Moody's がややネガティブとなっているが、特に E の評価が対照的になっている（図表 10）。S&P は同社の再生可能エネルギーの拡大計画を高く評価し、E-1 としているのに対して、Moody's はフロリダのハリケーンと熱帯暴風雨を大きな物理的気候リスクとして E-4（ネガティブ度が高い）を付けている。Moody's も再生可能エネルギー事業については高く評価しているものの、原子力発電事業の潜在リスクと化石燃料発電（主に天然ガス、一部石炭・石油）のリスクによって相殺されていることが示唆されている。

Moody's は S の評価に際しても原子力発電をリスク要因として指摘している。S&P では NextEra の原子力発電について明示的なネガティブなコメントは見られないが、セミナー等では日本の電力会社について S スコアの制約要因になっていると説明している。

図表 10 NextEra のスコアコメント

NextEra (Moody's)

CIS	ややネガティブ(CIS-3)のCISは現在の格付に対するESGの影響が総じて限定的である一方、将来的にマイナスの影響の出る可能性を表している。これには高い環境リスク、ややネガティブな社会リスク、中立的ないし低位のガバナンスリスクが織り込まれている。
E	ネガティブ度が高い環境リスク(E-4)は、中核市場であるフロリダでのハリケーンと熱帯暴風雨による高い物理的気候リスクを反映している。NextEraの炭素移行リスクは、最小限の石炭と拡大する再生可能エネルギーを含む多様な発電ポートフォリオを持つことから、「中立-低い」となっている。同社の原子力発電は廃棄物管理と汚染のリスクを高めている。同社これまで原子力発電や核廃棄物に関して問題を起こしていないが、原子力事業者としての固有のリスクは認められる。化石燃料発電は北米最大の再生可能エネルギー発電プロジェクトによって相殺されている。
S	社会リスクは原子力発電事業者が「つくる責任」のリスクを考慮しややネガティブ(S-3)としている。一方、人口動態や社会の動向によっては環境、社会、料金に関する国民の懸念が高まり、同社にとって不利な規制や政治的介入につながる可能性がある。NextEraの社会リスクは、全国平均よりも約30%低いFlorida Power&Lightの電気料金、強い顧客と需要の増加、そして強固で独立した規制の枠組みによって幾分相殺されている。規制の枠組みは政治的に議論の余地があったとしても、同社が顧客から嵐によるコストを回収できるという強い保証を提供している。
G	ガバナンスは他のユーティリティと大筋同じ水準にあり特にリスクはない(G-2)。これは財務戦略とリスク管理、経営陣の信頼性と実績、コンプライアンスと報告に関するリスク・スコアが中位ないし低位であることによる。独立取締役の数は比較的少なく、過半数所有の関連会社NextEraEnergyPartnersでは組織がさらに複雑になっているが、これらも大きなマイナス要因にはなっていない。

NextEra (S&P)

ESGクレジット要因	気候変動リスク; リスク管理、文化、監視
E	環境とガバナンスは格付分析上ポジティブな要素となっている。同社は再生可能エネルギーによる発電ポートフォリオを2025年までに約45%（現在は約27%）に引き上げる方針で、そのなかで原子力発電への依存度を約18%（同約23%）、天然ガスへの依存度を約36%（同約48%）に低減する。これらの累積効果は業界をリードするCO ₂ 排出原単位（CO ₂ 排出メトリックトン/ギガワット）のスコアをさらに改善させる。現在、同社の炭素集約度スコアは最も近い競合他社のスコアよりも約40%低い。
G	同社は効果的な戦略計画を立て、多くのインフラプロジェクトを予定通り予算内で完了させ、財務面でも計画と同等以上の成果を上げた実績を持ち、戦略的イニシアチブの遂行に成功していると言える。

（出所） Moody's 「Cross-Sector – Global: MIS ESG credit impact scores and issuer profile scores - Excel Supplement」 2021年12月7日および S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Power Generators」 2021年11月18日、8-48頁、S&P 「ESG Credit Indicator Report Card: Regulated Utility Networks」 2021年11月18日、34-35頁、を基に野村証券作成

Ⅲ 結び

投資判断における ESG インテグレーションは機関投資家にとって不可欠なプロセスとなっている。一方で従来の ESG 格付・スコアは「サステナビリティ」の評価という抽象的な表現では共通しているものの、各評価機関の間の相関が必ずしも高くなく⁵、その格付・スコアが究極的に何を示しているのか不明瞭な部分がある。一方、信用格付は格付会社間で個別発行体の評価に差が生じることはあっても、各格付会社の格付体系における各発行体の相対的位置は累積デフォルト率との関係に鑑みて信用力の表現として一定の合理性が認められていると言えよう。

Moody's、S&P が順次公表している信用格付における ESG スコアは信用力（格付）への影響を各要素で可視化することで、投資判断の材料として高い潜在的付加価値があるとの見方もできる。一方、これまで公表されている ESG スコアは、本稿で確認しただけでも格付会社間で比較的大きな差異が生じるケースもあり、各要素がデフォルトリスク（信用力）と具体的にどのように結びつくかについては中長期にわたる検証が必要になろう。格付会社による ESG スコアの決定プロセスは、規制当局からの圧力等も背景に今後洗練されていくことが予想されるが、格付会社には決定に際しての議論のポイントや発行体間の相対評価の違いの根拠等を適宜発信することで市場関係者の理解を高める一助とすることが期待される。

⁵ 詳細は富永健司「ESG 投資の拡大と市場参加者に求められる ESG 評価の理解—ESG 評価の特徴と評価間のばらつき事例—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年秋号を参照。