

ESG に起因する信用格付アクションの事例 — 公的関与の影響はポジティブ・ネガティブ両様 —

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. 外資系信用格付における環境・社会・ガバナンス（ESG）評価の浸透が進んでいる。Moody's、S&P が信用格付における ESG 評価の手法を公表・適用してから約 2 年が経ち、評価対象は民間の事業会社、金融機関にとどまらず、ソブリン、政府系機関、国際機関、ストラクチャード・ファイナンスまで広がっている。
2. S&P が公表した 2022 年の ESG に関連する格付アクションの集計では、新型コロナウイルス感染症（コロナ）禍の収束に伴い S の要因がほとんどを占めた 2020 年に比べて、E、G の要因の割合が増える傾向にある。また前年比ではコロナ禍の収束の影響でネガティブなアクションが減少する一方、ポジティブなアクションが増加した。全体の格付アクションの件数については、2022 年は前年比で 28.5% 減少した。
3. ESG 要因が E、G にも広がり、S の要因もコロナ関連の「健康と安全」から「人的資本」等にも多様化するなかで、実際の個別発行体の格付アクションに即して ESG 評価と格付の関係の検証を試みた。対象とした発行体の格付アクションに関連した ESG 要因は物理的リスク、移行リスク、ガバナンス構造、健康と安全、人的資本と多岐にわたる。各アクションも ESG スコアとの連動が比較的分かりやすい形で示されており、ESG 評価が格付評価の運用面にも浸透し、スキルが積み上げられていることが推察された。また公的関与の在り方によって ESG 評価がポジティブにもネガティブにもなるケースが確認できたのは興味深かった。

I ESG 要因が関連した格付アクション

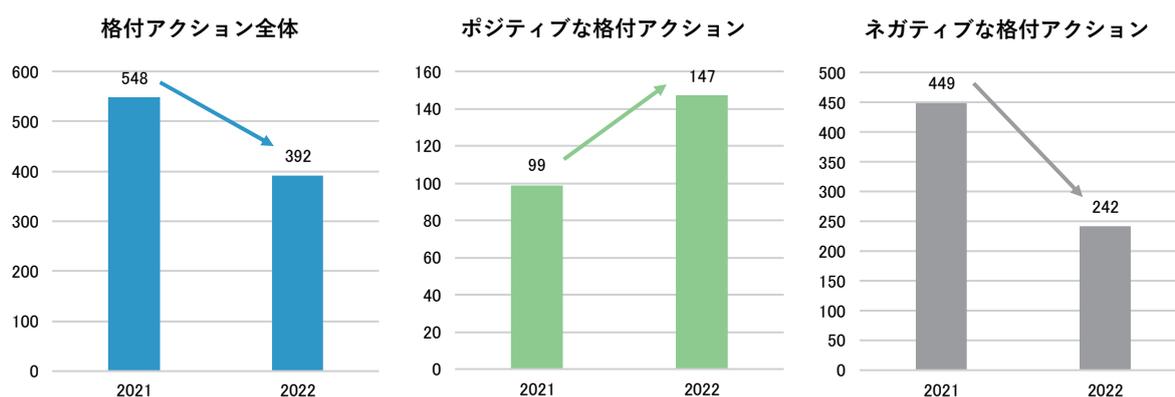
外資系信用格付において ESG 要因の評価の浸透が進んでいる。Moody's Investors Service (以下、Moody's) が 2020 年 12 月以降、S&P Global Ratings (以下、S&P) が 2021 年 10 月以降、信用格付における ESG 要素の評価手法を公表・適用し、民間の事業会社、金融機関にとどまらず、ソブリン、政府系機関、国際機関、さらにストラクチャード・ファイナンスの格付に至るまで、ESG 要因の影響についてレポート、リリース等を通じて発信している。

本稿では S&P が 2023 年 1 月 18 日に公表した 2022 年 (1~12 月) の ESG に関連した格付アクションについてのレポート¹ (以下、S&P の ESG レポート) を参照しつつ、個々の発行体の格付アクションに ESG 要因がどのような形でどの程度影響していたかを確認・分析する。

II 2022 年の傾向

S&P の ESG レポートによると 2022 年の ESG に関連した格付アクションは 392 件と前年の 548 件から 28.5%減少した (図表 1)。これは 2020 年以降のコロナ禍の影響を強く受けたネガティブな格付アクション (主に S 要因) が減少したためである。コロナ禍からの回復のなかでポジティブな格付アクション²が増える一方、ネガティブな格付アクションが減ったことも 2022 年の特徴となっている。

図表 1 ESG に関連した格付アクション (件数) 2021 年 vs 2022 年



(注) 「方向性不確定」で見直し中となっている 3 件の格付アクション (2022 年) については、ポジティブもしくはネガティブな格付アクションのいずれからも除外している。

(出所) S&P, “ESG In Credit Ratings January 2023-Health and safety spurred increasing positive and decreasing negative rating actions in 2022,” January 18, 2023、より野村証券作成

¹ S&P, “ESG In Credit Ratings January 2023-Health and safety spurred increasing positive and decreasing negative rating actions in 2022,” January 18, 2023.

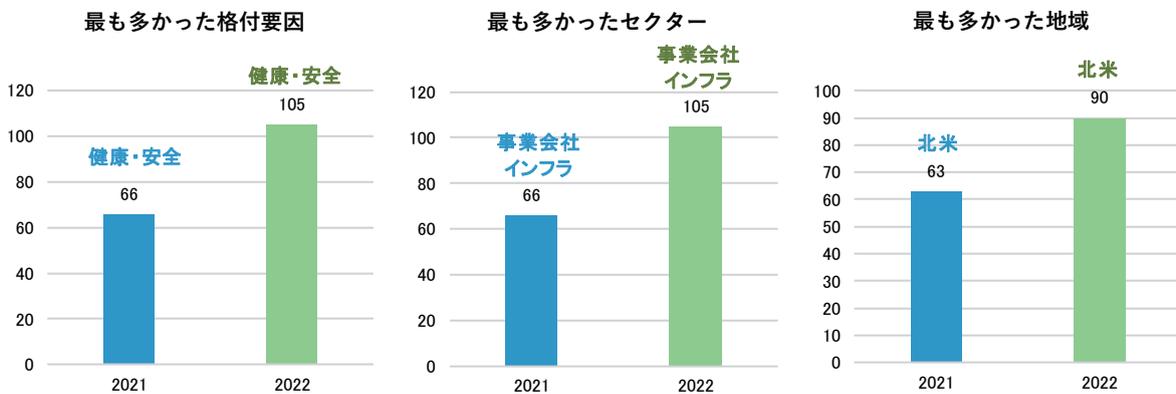
² 格付アクションは①格付の変更、②格付見直し (アウトルック) の変更、③クレジットウォッチ (格付見直し中) への指定もしくは解除を指す。

ポジティブな格付アクションの内訳では、最も多かった ESG の格付要因は健康・安全 (S)、最も多かったセクターは事業会社・インフラストラクチャー、最も多かった地域は北米と前年と変わっていないが、件数はいずれも増加した (図表 2)。

またネガティブな格付アクションの内訳では、最も多かった格付要因は前年の健康・安全からリスク管理・文化・監督に変化した一方、最も多かったセクターは米国公的機関、最も多かった地域は北米と前年通りで、件数は要因・セクター・地域いずれも減少した (図表 3)。

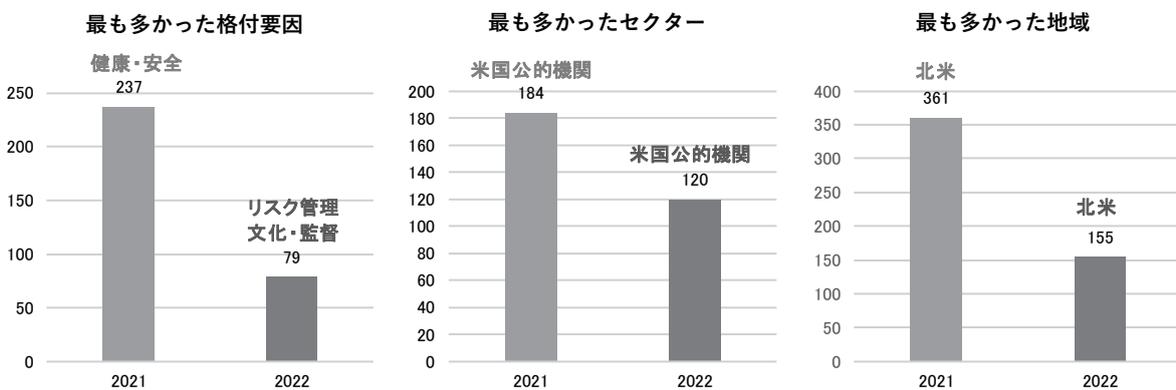
2022 年の ESG 各要因別の件数は全体 392 件のうち、E が 25 件、S が 189 件、G が 226 件となった (図表 4)。G が関連した格付アクションの件数、割合ともに 2021 年、2022 年続けて前年を上回っている (図表 5)。

図表 2 ポジティブな格付アクションの内訳 (件数) 2021 年 vs 2022 年



(出所) S&P, “ESG In Credit Ratings January 2023-Health and safety spurred increasing positive and decreasing negative rating actions in 2022,” January 18, 2023、より野村証券作成

図表 3 ネガティブな格付アクションの内訳 (件数) 2021 年 vs 2022 年



(出所) S&P, “ESG In Credit Ratings January 2023-Health and safety spurred increasing positive and decreasing negative rating actions in 2022,” January 18, 2023、より野村証券作成

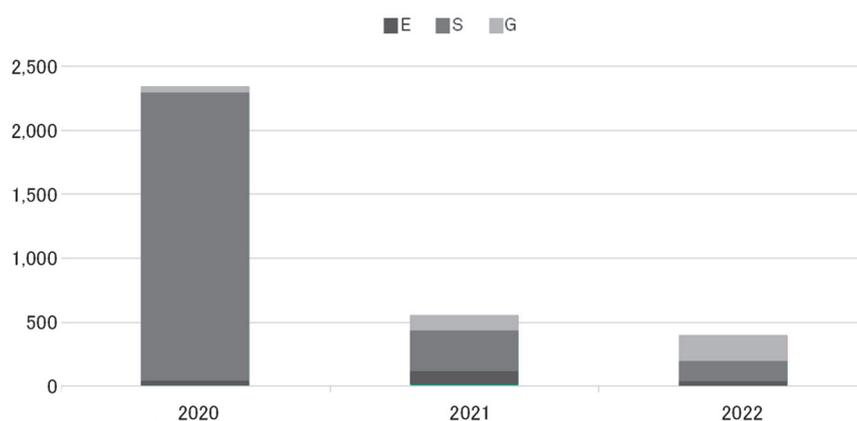
図表4 ESGに関連した格付アクション（2022年）

	米国公的機関	事業会社 および インフラ	ソブリン	国際機関	金融	ストラク チャード・ ファイナンス	合計
格下げ	57	37	6	12	6	29	147
格下げ方向の 見直し	42	2	0	0	0	10	54
見通しネガティブ への変更	20	15	2	2	1	0	40
保留	1	0	0	0	0	0	1
格上げ	6	44	4	0	4	3	61
見通しポジティブ への変更	38	44	2	1	1	0	86
格付見直しもしくは 見直しの解除	0	1	1	0	1	0	3
ESGに関連した 格付要因(計)	164	143	15	15	13	42	392
環境(E)	18	6	6	1	0	0	25
社会(S)	61	94	94	4	0	29	189
ガバナンス(G)	110	59	59	10	18	13	226

(注) 2022年12月31日時点。格付アクションには2022年1月～12月までの、格付変更、クレジットウォッチ（格付見直し中）への指定、格付見通しの変更を含む。ストラクチャード・ファイナンスについてはESGの影響を受けた案件ごとの格付アクションが、その他のセクターについては発行体ごとの格付アクションが該当。環境、社会、ガバナンスの各要因のうち複数の要因が格付アクションに影響している事例もあるため、環境、社会、ガバナンス各要因の合計数はESGに関連した格付アクションの全体数を上回る。

(出所) S&P, “ESG In Credit Ratings January 2023-Health and safety spurred increasing positive and decreasing negative rating actions in 2022,” January 18, 2023、より野村証券作成

図表5 ESGに関連した格付アクションの件数・内訳の推移（暦年）



(注) データは2022年12月31日時点。

(出所) S&P, “ESG In Credit Ratings January 2023-Health and safety spurred increasing positive and decreasing negative rating actions in 2022,” January 18, 2023、より野村証券作成

Ⅲ 事業会社の事例

ここからは ESG に関連した格付アクションについて個々の発行体に即して検証を試みたい。対象セクターは多くの読者にとって馴染みが深いであろう事業会社・インフラを取り上げた。事業会社・インフラセクターの傾向も全体と同じく、格付アクションのあった 143 件（全 392 件の内数）のうちポジティブなアクションが 89 件と 62.2%を占めた。

事業会社・インフラの BB カテゴリー（投機的水準の格付で最も投資適格に近い信用力）以上の 26 社のうち、ESG に関連した格付アクションの最も多かった業種は航空会社、空港等の運輸で 11 社、メディア/エンタテインメント/レジャーで 3 社、サービスで 2 社、その他は各 1 社となった（図表 6）。運輸 11 社のうちポジティブな格付アクションは 9 社で、S 要因であるコロナ禍からの脱却に伴い需要が回復したことがポジティブなアクションに結びついており、関連した ESG 要因としては健康・安全が挙げられている。

この 9 社は 2022 年の ESG に関連した格付アクションの全体の流れとほぼ一致した動きとなっているが、コロナ禍とは直接関係しない興味深い格付アクションも散見される。物的リスク、移行リスク、ガバナンス構造、人的資本といった要因を理由にした、いわゆる平時にも起こり得る、企業経営の根幹に結びついている格付アクションである。このような格付アクションについて、その内容を個社ごとに確認してみよう。

なお分析対象となる各社の説明の冒頭に掲載している ESG クレジット・インディケーター（ESG Credit Indicator）は、S&P の信用格付における ESG 各要因の影響の度合いを示すスコアを指す。ESG 各項目は 5 段階評価で、定義は 1 がポジティブ（Positive）、2 が中立的（Neutral）、3 がややネガティブ（Moderately negative）、4 がネガティブ（Negative）、5 が非常にネガティブ（Strongly negative）となっている。4 で格付けを 1 ノッチ程度引き下げる要因、5 で 2 ノッチ程度以上引き下げる要因となっていることを示す³。ESG クレジット・インディケーターの欄の太字が 2022 年の格付アクションに伴って変更したスコアとなる。

³ 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。

図表 6 ESGに関連した格付アクション（2022年）：事業会社・インフラ

格付変更時期	発行体	変更後の格付	格付アクション	業種	ESG要因1	ESG要因2	地域
8月	ONE Gas, Inc.	A- 安定的	格上げ	ガス	物理的リスク		北米
7月	Royal Schiphol Group N.V.	A- 安定的	格下げ 見直し引き上げ	運輸	移行リスク		欧州・中東 ・アフリカ
11月	Societa Metropolitana Acque Torino SpA	BBB+ 安定的	格上げ	ユーティリティ	ガバナンス構造	その他ガバナンス 要因	欧州
7月	Sodexo S.A.	BBB+ 安定的	見直し引き上げ	サービス	健康と安全		欧州・中東 ・アフリカ
7月	Australia Pacific Airports Corp. Ltd.	BBB+ 安定的	見直し引き上げ	運輸	健康と安全		アジア 太平洋
12月	Ryanair Holdings PLC	BBB ポジティブ	見直し引き上げ	運輸	健康と安全		欧州
12月	CVS Health Corporation	BBB 安定的	見直し引き下げ	ヘルスケア	健康と安全	社会資本	北米
9月	Royal Mail plc	BBB ネガティブ	見直し引き下げ	運輸	人的資本		欧州・中東 ・アフリカ
8月	Perth Airport Pty Ltd	BBB 安定的	見直し引き上げ	運輸	健康と安全		アジア 太平洋
7月	Brisbane Airport Corp. Pty Ltd.	BBB 安定的	見直し引き上げ	運輸	健康と安全		アジア 太平洋
7月	Adelaide Airport Ltd.	BBB 安定的	見直し引き上げ	運輸	健康と安全		アジア 太平洋
11月	Geely Automobile Holding Ltd.	BBB- ネガティブ	見直し引き下げ	自動車	移行リスク		欧州
11月	Autopista del Sol Concesionaria Espanola, S.A.	BBB- ポジティブ	格上げ	インフラストラク チャー	健康と安全		欧州
8月	FirstGroup PLC	BBB- 安定的	見直し引き上げ	運輸	健康と安全		欧州・中東 ・アフリカ
6月	JBS S.A.	BBB- 安定的	格上げ	コンシューマ製品	ガバナンス構造	リスクマネジメント ・文化・監督	ラテン アメリカ
6月	Autostrade per l'Italia SpA	BBB- 安定的	格上げ	運輸	健康と安全		欧州・中東 ・アフリカ
11月	Accor S.A.	BB+ 安定的	見直し引き上げ	ホテル/ゲーム	健康と安全		欧州
7月	Las Vegas Sands Corp.	BB+ ネガティブ	見直し引き下げ	メディア/エンタテイ ンメント/レジャー	健康と安全		北米
7月	Atlantia SpA	BB+ 安定的	格上げ 見直し引き下げ	運輸	健康と安全		欧州・中東 ・アフリカ
12月	Storskogen Group AB	BB ネガティブ	格下げ 見直し引き下げ	資本財	リスクマネジメント ・文化・監督		欧州
11月	Deutsche Lufthansa AG	BB ポジティブ	格上げ 見直し引き上げ	運輸	健康と安全		欧州
10月	Chesapeake Energy Corp.	BB 安定的	格上げ 見直し引き下げ	エネルギー	健康と安全	その他ガバナンス 要因	北米
9月	Americanas S.A.	BB ネガティブ	見直し引き下げ	レストラン/小売り	健康と安全	その他ガバナンス 要因	ラテン アメリカ
6月	Novomatic AG	BB ポジティブ	見直し引き上げ	メディア/エンタテイ ンメント/レジャー	健康と安全		欧州・中東 ・アフリカ
9月	Sotera Health Holdings LLC	BB- ネガティブ	見直し引き下げ	サービス	健康と安全		北米
7月	Melco Resorts (Macau) Ltd.	BB- 格下げ方向	格下げ方向で 見直し	メディア/エンタテイ ンメント/レジャー	健康と安全		アジア 太平洋

(注) BB-以上、格付の高い順。

(出所) S&P, “ESG In Credit Ratings Newsletter January 2023,” January 18, 2023、より野村証券作成

1. ONE Gas, Inc

ONE Gas は米国オクラホマ州を拠点とする天然ガス配給サービス会社で、オクラホマ州、カンザス州、テキサス州に約 230 万人の顧客を抱える。時価総額は 44.7 億ドル（2023 年 4 月 17 日時点）である。同社は 2021 年に米国南部を襲った冬の嵐（Winter Storm Uri）に伴うコスト急増で財務状況が悪化し、S&P は同年 2 月に同社の格付を A から BBB+ に 2 ノッチ引き下げた。その後導入された ESG 評価手法に従って 2022 年 4 月に付与された ESG クレジット・インディケータは E のスコアが 4 となった。

2022 年 8 月の格付見直しでは BBB+ から A- に格上げになるとともに ESG クレジット・インディケータの E のスコアは 4 から 3 に上方修正された（図表 7）。格上げ理由は Oklahoma Development Finance Authority（ODFA、オクラホマ州開発金融機構）が利用者による公共料金の支払いを裏付け資産とした証券化商品（債券）を発行し、その資金を ONE Gas の債務返済に充当したためとなっている⁴。E のスコアについては 2021 年の冬の嵐に代表されるような物理的リスクに晒されているものの、規制当局による証券化を通じた同社への補填が物理的リスクを相殺し、信用力を支える材料になっているとして、E-4 から E-3 に引き上げた。S&P による格付アクションにおける ESG 要因は「物理的リスク」と記載されているが、格上げの直接のドライバーは当局による公的支援であり、ESG 要因は格付アクションの背景説明と捉えることもできよう（図表 6）。

図表 7 ONE Gas, Inc の ESG クレジット・インディケータの変更

ESG クレジット・インディケータ			
変更後	E-3, S-2, G-2	変更前	E-4, S-2, G-2

（注） 2022 年 8 月時点。

（出所） S&P, “Research Update: ONE Gas Inc. Upgraded To ‘A-’ On Securitization Financing In Oklahoma; Outlook Stable,” August 26, 2022、より野村証券作成

⁴ S&P, “Research Update: One Gas Inc. Upgraded to ‘A-’ On Securitization Financing In Oklahoma; Outlook Stable,” August 25, 2022.

2. Royal Schiphol Group N.V.

ONE Gas とは逆に公的関与が格付および E のスコアの引き下げにつながった事例の一つが Royal Schiphol Group（非上場）である。同社はオランダ最大の国際空港、アムステルダム・スキポール空港を運営している。2022 年の A から A-への格下げは、オランダ政府が 2022 年 6 月に同空港の騒音規制措置として発着回数を年 50 万回から 40 万回に制限するとの方針を発表したのが理由となっている⁵。発着回数の制限により同空港の需要はコロナ禍前の 2019 年の水準に今後 5 年間は回復することが見込めず、S&P の想定よりもレバレッジの改善が遅れると S&P は判断した。

E のスコアは 2 から 3 に引き下げられた（図表 8）。空港が政府方針によりこれまで以上に騒音公害に伴うリスクに晒されているのに加え、政府による脱炭素目標も空港の能力を制約することが理由として挙げられている。一方、S のスコアについては、コロナ禍に伴う移動制限が解除されたことで 4 から 3 に改善した。E で 1 ノッチ引き下げ、S で 1 ノッチ引き上げとなったため ESG スコア全体の格付への影響は中立に近いようにも見えるが、E の要因によるキャッシュフローの制約とその結果としてのレバレッジ改善の遅延から格下げに至った。格付アクションの ESG 要因は「移行リスク」となっている。

なお Royal Schiphol Group のスタンドアロン評価は bbb（BBB に相当）だが、オランダ政府（S&P の信用格付 AAA）の信用補完を織り込み、最終的な格付は 2 ノッチ引き上げられている。

オランダ政府は 2023 年 3 月、発着回数を年 44 万回に引き下げる前の暫定措置として同年 11 月から年 43 万回に削減する法令を決定した。この決定を不服として国際航空運送協会（IATA）と KLM オランダ航空など複数社がオランダの裁判所に異議を申し立て、裁判所は 4 月に異議申し立てを支持する決定を下した。2023 年 4 月 17 日時点で S&P からは格付アクション、コメントのいずれも公表されていない。

図表 8 Royal Schiphol Group N.V.の ESG クレジット・インディケーターの変更

ESG クレジット・インディケーター			
変更後	E-3, S-3, G-2	変更前	E-2, S-4, G-2

（注） 2022 年 7 月時点。

（出所） S&P, “Research Update: Royal Schiphol Ratings Lowered To ‘A-/A2’ On Reduced Capacity Cap; Outlook Stable,” July 21, 2022、より野村証券作成

⁵ S&P, “Research Update: Royal Schiphol Ratings Lowered To ‘A-/A2’ On Reduced Capacity Cap; Outlook Stable,” July 21, 2022.

3. Societa Metropolitana Acque Torino

Societa Metropolitana Acque Torino SpA（以下、SMAT）はイタリア・ピエモンテ地方でトリノ市と周辺の290自治体に給排水サービスを提供している。自治体出資法人で、トリノ市が株式の63.54%、残りを290の自治体が保有する。SMATの格付は2022年11月にBBBからBBB+に格上げされたが、これはソブリン（イタリア政府、BBB）を1ノッチ上回っている。

S&Pはトリノ市の格付を公表していないものの、SMATの評価にあたってはソブリンから1ノッチ上が格付の上限になるとレポートに記載している⁶。同社のスタンドアローン評価は最終的な格付と同じbbb+（BBB+に相当）となっている。

BBB+への格上げは、過半を出資するトリノ市による同社の経営への関与・干渉が一定程度排除されており、過去の実績に基づいてガバナンスの実効性が確認されたことを最大の理由としている（図表9）。トリノ市はSMATの法人形態を非営利目的の公共法人に転換する議案を株主総会に提出したが、他の出資自治体の反対で否決された（総会決議には75%の株主の賛成を必要とする）。格付アクションのESG要因は「ガバナンス構造」となっている。政府、自治体による出資比率の高さや経営への関与が、格付の根幹を支えるガバナンス評価の低下につながる点は、他の信用格付の事例にとどまらず、MSCIのESG格付評価においても確認できる。

S&PはSMATの格上げを支えた要因として、ガバナンス評価の向上のほかにトリノ市の財政状況の改善も挙げている（出資主体等から格付の制約を受けるリスクの低下を意味する）。

図表9 Societa Metropolitana Acque TorinoのESGクレジット・インディケーターの変更

ESGクレジット・インディケーター			
変更後	E-2, S-2, G-2	変更前	E-2, S-2, G-3

(注) 2022年11月時点。

(出所) S&P, “Research Update: SMAT Upgraded To ‘BBB+’ On Improved Governance And Stronger Creditworthiness Of Main Shareholder Turin; Outlook Stable,” November 29, 2022、より野村証券作成

⁶ S&P, “Research Update: SMAT Upgraded To ‘BBB+’ On Improved Governance And Stronger Creditworthiness Of Main Shareholder Turin; Outlook Stable,” November 29, 2022.

4. CVS Health Corporation

CVS Health Corporation（以下、CVS）は米国でドラッグストア、専門薬局、診療所・メディカルクリニックの運営など総合ヘルスケア事業を手掛けている。小売店は 9,900 店以上を展開、30 万人以上いる従業員のうち医師、薬剤師、看護師、ナース・プラクティショナーは 4 万人以上に上る。時価総額は 970.0 億ドル（2023 年 4 月 17 日時点）である。

S&P は 2022 年 12 月に同社の格付 BBB の見通しをポジティブから安定的に引き下げた⁷。CVS は同年 11 月、医療用麻薬オピオイドの大量流通に関して複数の州や自治体を原告とする集団訴訟で和解金 50 億ドルを支払うことに合意した。支払期間は 2023 年からの 10 年間である。S&P の格付見通しの引き下げはこの合意を受けたもので、今後 1-2 年間の同社のレバレッジ（有利子負債/EBITDA⁸）が 3 倍を超えて推移するとの見通しに基づいている。S&P は CVS の格下げを検討する財務状況の目安としてレバレッジが 4 倍を継続的に上回ることを挙げている。格付見通し「安定的」には、3 倍を超えるものの徐々に改善に向かうとの S&P の判断が表れている。

オピオイドの乱用という社会的問題に起因する格付アクションに伴い、ESG クレジット・インディケーターの S のスコアが 2 から 3 に引き下げられた（図表 10）。一方、同社の G のスコアは 1 と最も高い評価となっている。大型 M&A で成長してきた企業であるものの、保守的な資金配分を継続すると S&P が想定しているほか、取締役会の独立性の高さも理由としている。S&P による極めて高いガバナンス評価が CVS の格付の安定性を支えているとみられる。

図表 10 CVS Health Corporation の ESG クレジット・インディケーターの変更

ESG クレジット・インディケーター			
変更後	E-2, S-3 , G-1	変更前	E-2, S-2, G-1

(注) 2022 年 12 月時点。

(出所) S&P, “Research Update: CVS Health Corp. Outlook Revised To Stable From Positive On Capital Allocation Expectations; ‘BBB’ Ratings Affirmed,” December 13, 2022、より野村証券作成

⁷ S&P, “Research Update: CVS Health Corp. Outlook Revised To Stable From Positive On Capital Allocation Expectations; ‘BBB’ Ratings Affirmed,” December 13, 2022.

⁸ EBITDA は S&P による調整後の利払い前・税引き前・減価償却前利益。

5. Royal Mail plc

Royal Mail plc（現 International Distributions Services plc、2022年10月に社名変更）は英国最大の郵便事業会社で、General Logistics Systemsを通じて国際物流事業も展開している。時価総額は23.5億ポンド（2023年4月17日時点）である。S&Pは2022年9月に同社の格付BBBの見通しをポジティブからネガティブに変更した⁹。この格付アクションは、マクロ経済の悪化懸念、コロナ禍の収束に伴うコロナウイルス検査キットの郵送需要の低下とオンライン購入からサービス需要への移行、さらに労使関係の悪化の結果、IDSのFFO/有利子負債¹⁰が今後1-2年間にわたり45%を下回るとのS&Pの見通しに基づいている。

格付アクションに関連したESG要因としてはSのスコアが2から3に引き下げられた（図表11）。Sスコアの悪化は労働組合による賃上げ要求や企業側のコスト抑制の取り組みに対するストを含む抵抗が理由となっている。強い労組の活動はDPD、Evri、Amazonといった労組を持たない競合他社に顧客が奪われる要因となっており、IDSの英国における主導的な地位を継続的に弱めるリスクがあると指摘している。格付アクションに関連するESG要因は「人的資本」となっている。格付見通しのポジティブからネガティブへの引き下げは、実質的に1ノッチの格下げに近いアクションとも捉えることができ、そのうち0.5ノッチ程度が労組の活動に起因しているとも言える。人的資本が持続的な企業価値向上の重要な要素であるとの認識が発行体、投資家、従業員を含むステークホルダーに広がるなかで、行き過ぎた労組の活動が企業価値を毀損する事例となっている。

図表11 Royal Mail plcのESGクレジット・インディケーターの変更

ESGクレジット・インディケーター			
変更後	E-2, S-3 , G-2	変更前	E-2, S-2, G-2

(注) 2022年9月時点。

(出所) S&P, “Research Update: Royal Mail Outlook Revised To Negative On Operating Headwinds; ‘BBB’ Ratings Affirmed,” September 13, 2022、より野村証券作成

⁹ S&P, “Research Update: Royal Mail Outlook Revised To Negative On Operating Headwinds; ‘BBB’ Ratings Affirmed,” September 13, 2022.

¹⁰ FFOは運転資本の増減を控除した営業キャッシュフローを指し、S&Pは会計上の数値に独自の調整を加えて格付評価に使っている。

IV 結び

コロナ禍が収束に向かうなかで格付アクションに関連する ESG 要因もコロナ禍に関連した S（健康と安全）中心から E、G にも広がりつつあり、S についても人的資本等多様化する方向にある。外資系格付会社の ESG スコアの 5 段階評価は、スコアが示す格付への影響度が比較的明確で理解しやすい一方で、格付アクションに際して実際にどの程度影響するかについては ESG スコア導入後のトラックレコードを確認する必要がある。

今回取り上げた 5 社は格付アクションに関連する ESG 要因が物理的リスク、移行リスク、ガバナンス構造、健康と安全、人的資本と多岐にわたり、ESG スコアの変化と格付アクションの連動も比較的分かりやすい形で表れていたと思われる。ESG 各項目に分類される様々な要因が実態的な信用力とどのように連関するかは、事業サイクルを経たさらに多くのトラックレコードとデフォルトスタディを待つ必要があるとみられるが、ESG スコア導入から 2 年程度であることを考慮すると格付評価における運用の浸透・スキルの積み上げは比較的順調に進んでいるのではと、僭越ながらも外部観察者として感じている。

今回取り上げていないが、日系格付会社の格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）も外資系に続いて ESG スコアの公表を始めており、対象発行体は順次増えている。新規にスコアを付与する途上であることもあり、スコアの変更事例はまだ確認されておらず、ESG スコアの全体的な傾向を論じたレポートも公表されていない。外資系格付会社のように、格付アクションにおいて ESG 要因がどのように、またどの程度影響したかを明示することは、ESG 投資の拡大・深化が進むなかで付加価値の高い情報の提供になり得ると推察される。一方で両社は市場関係者や発行体への ESG スコアに関するヒアリングを実施するなど、ESG スコアの指標としての実効性向上に向けた取り組みも確認できる。外資系 2 社と比べてリソース面で制約が大きいことは理解しつつ、国内社債市場の発展の一端を担う日系 2 社からの積極的な発信が待たれる。