

2019年1月10日 全10頁

# 債券でも広がる ESG 投資

## 信用リスク分析に ESG 要素を考慮する動き

金融調査部 主任研究員  
太田珠美

### [要約]

- 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による国連責任投資原則（UNPRI）署名、国連サミットでの SDGs（Sustainable Development Goals：持続可能な開発目標）採択、国連気候変動枠組条約第 21 回締約国会議（COP21）でのパリ協定採択などを背景に、環境（Environment）・社会（Social）・企業統治（Governance）要素を考慮する ESG 投資が改めて注目されている。
- 従来、ESG 要素は株式投資の投資判断に取り入れられることが多かったが、近年では海外を中心に債券投資の投資判断に取り入れる動きが拡大している。グリーンボンド等の発行も増加傾向である。日本においても、格付機関が ESG 要素を信用格付に反映させることを明確化したり、GPIF が世界銀行グループと ESG 債券投資について共同研究を行うなどの動きが見られる。
- ESG 債券投資の拡大は、発行体にとって、ESG の取り組みが債券の発行条件（資金調達コスト）に与える影響が拡大することを意味する。債券投資家から ESG 要素の情報開示や対話を求められることが増えることも予想される。また、ESG 要素が債券投資のパフォーマンスにどのような影響を与えるのか、また社会的にどのようなインパクトを与えるのかについては、今後分析・研究の蓄積が求められる。

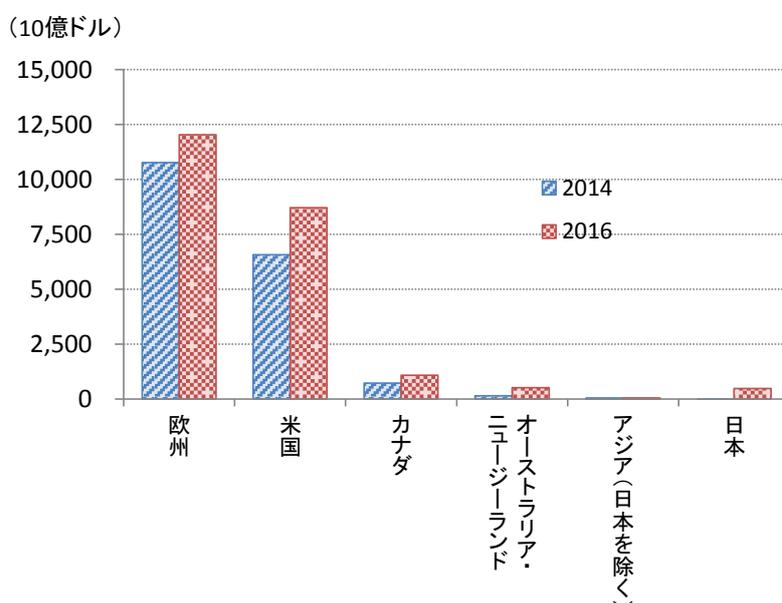
## 1. 世界の ESG 債券投資の動向

### (1) 欧州およびカナダにおける ESG 投資の資産残高は債券が株式を上回る

近年、日本で改めて環境 (Environment)・社会 (Social)・企業統治 (Governance) 要素を考慮する ESG 投資への関心が高まっている。背景には、2015 年に①年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が国連の責任投資原則 (UNPRI) に署名したこと、②国連サミットにおいて環境やエネルギー、貧困など幅広い社会問題の解決を目指す SDGs (Sustainable Development Goals : 持続可能な開発目標) が採択されたこと、③国連気候変動枠組条約第 21 回締約国会議 (COP21) で、気候変動に関する国際的な枠組みであるパリ協定が採択されたことなどが背景にある。

ポートフォリオの選択や管理に ESG 要素を考慮した投資の残高 (以下、ESG 投資残高) は世界的に増加傾向にある。Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) が 2 年に 1 度公表している調査によれば、2014 年初から 2016 年初にかけ、ESG 投資残高は世界全体で 2 割以上増加している (全ての資産クラスの合計) (図表 1)。2018 年初の数値はまだ公表されていないが、一部の国では集計値が先んじて公表されており、例えば米国の 2018 年初時点の ESG 投資残高は 12.0 兆ドル (2016 年初比で 38% の増加)<sup>1</sup>、日本の 2018 年 3 月末時点の ESG 投資残高は 231.9 兆円 (2016 年 3 月末時点比で 4.1 倍) となっている<sup>2</sup>。

図表 1 世界の ESG 投資残高



(注) 2014 年初、2016 年初時点 (ただし、日本の 2014 年データは 2014 年 9 月末時点、2016 年データは 2016 年 3 月末時点の数値)。

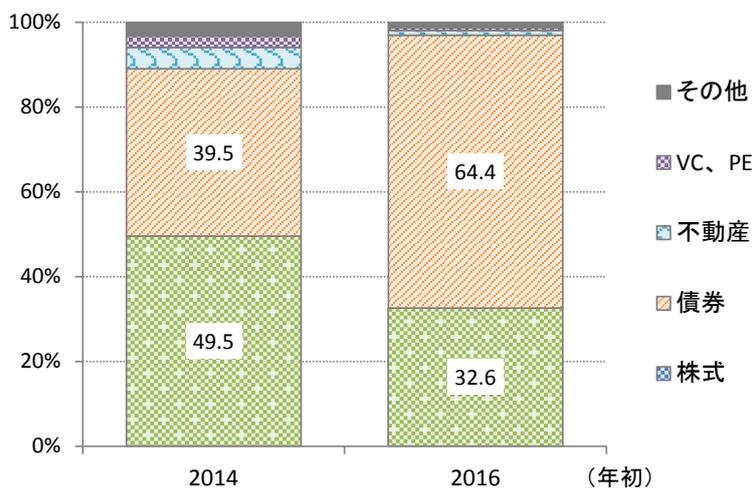
(出所) Global Sustainable Investment Alliance “Global Sustainable Investment Review 2016” より大和総研作成

<sup>1</sup> US SIF Foundation (2018 年 10 月 31 日) (URL : [https://www.ussif.org/blog\\_home.asp?Display=118](https://www.ussif.org/blog_home.asp?Display=118))

<sup>2</sup> 日本サステナブル投資フォーラム「第 4 回サステナブル投資残高アンケート調査結果」(2018 年 12 月 27 日) (URL : <http://japansif.com/181227.pdf>)、「第 3 回サステナブル投資残高アンケート調査結果」(2017 年 10 月 30 日公表、11 月 20 日改訂) (URL : <http://japansif.com/171030.pdf>) より。

従来、ESG 要素は株式投資の投資判断の材料として捉えられることが多かったが、近年では債券投資の投資判断にも ESG 要素を取り入れる動きが拡大している。世界全体の統計ではないが、欧州とカナダにおける ESG 投資の資産内訳を見ると、2014 年初時点では株式が債券を上回っていたが、2016 年初時点では債券が株式を上回っている（図表 2）。

図表 2 欧州とカナダにおける ESG 投資残高の資産内訳



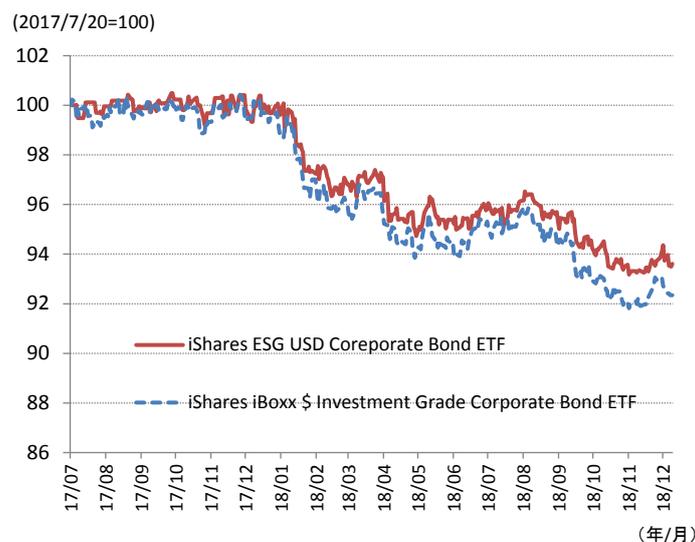
(出所) Global Sustainable Investment Alliance “Global Sustainable Investment Review 2014” および “Global Sustainable Investment Review 2016” より大和総研作成

海外では ESG 評価の高い発行体の債券のウェイトが高くなるよう設計された債券価格指数の開発 (ESG 債券価格指数) や、その指数に連動する ETF の設定もなされている。例えば “BLOOMBERG BARCLAYS MSCI ESG FIXED INCOME INDEXES” は、従来の債券インデックスに ESG 格付でウェイトを付けたものである。ESG 格付は MSCI が気候変動への対応や廃棄物の管理、品質管理、労務管理、コーポレートガバナンスなどの ESG 要素に基づき、業種内で他社比較して格付したもので、AAA から CCC の 7 区分がある<sup>3</sup> (債券など特定の資産クラスを想定した格付ではない)。

ESG 債券価格指数に連動する ETF としては、米ドル建ての投資適格社債のインデックスに ESG 格付でウェイト付けした “Bloomberg Barclays MSCI US Corporate ESG Focus Index” を参照する “iShares ESG USD Corporate Bond ETF” などがある。“iShares ESG USD Corporate Bond ETF” の価格推移を、同じく米ドル建ての投資適格債で構成されている “iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF” と比べたのが図表 3 である。2018 年以降、どちらも価格の低下が見られるものの、ESG を考慮した “iShares ESG USD Corporate Bond ETF” の方が相対的に高い水準で推移している。

<sup>3</sup> 詳細は Bloomberg, BARCLAYS, MSCI “BLOOMBERG BARCLAYS MSCI ESG FIXED INCOME INDEXES” (2017 年 9 月) を参照。(URL : <https://www.msci.com/documents/1296102/7944701/Bloomberg+Barclays+MSCI+ESG+FI+Index+Guide.pdf/cce7006e-697e-4ae4-9cee-23462115907e>)

図表3 ESGを考慮した債券ETFの価格推移



(出所) Bloomberg より大和総研作成

## (2) ESG 債券投資の手法は ESG インテグレーションとスクリーニングが中心

ESG 債券投資の手法について、UNPRI が署名機関による報告を集計したところ、ESG インテグレーションのみでの運用が 9.6 兆ドルと最も大きく、次いで ESG インテグレーションとスクリーニングを組み合わせた運用が 5.8 兆ドル、スクリーニングのみの運用が 2.3 兆ドルとなっている (図表 4 左図)。

図表 4 投資手法別の ESG 債券投資残高 (左図)、GSIA の ESG 投資手法の分類 (右図)

(兆ドル)		投資手法	概要
投資手法	資産残高		
ESGインテグレーションのみ	9.6	ESG インテグレーション	財務情報だけでなく、ESG情報も含めて評価し、投資対象を選定する手法
スクリーニングのみ	2.3	ネガティブ・ スクリーニング	武器、たばこ、ギャンブル、化石燃料など特定の業界や、関連する企業などを投資対象から除外する手法
サステナブル・テーマ投資のみ	0.1	ポジティブ・ スクリーニング	ESG評価が相対的に高い業界や企業などに投資する手法
スクリーニングと ESGインテグレーション	5.8	国際規範 スクリーニング	環境や人権など、国際的な規範への対応が不十分な企業などを投資対象から除外する手法
スクリーニングと サステナブル・テーマ投資	0.4	サステナブル・ テーマ投資	クリーンエネルギーやグリーンテクノロジー、持続可能な農業など、持続性と特に関連のあるテーマ、資産に対して投資する手法
サステナブル・テーマ投資と ESGインテグレーション	0.1	エンゲージメント (投資家行動)	エンゲージメント(対話)や議決権行使を通じて、企業などにESGへの取り組みを促す手法
3種混合	1.4	インパクト/ コミュニティ投資	社会的課題や環境問題の解決を狙った投資
その他	2.3		
合計	21.9		

(注) 債券残高の集計対象は署名機関がアクティブ運用を行っている債券投資のうち、ESG 投資に該当するもの。なお、左図は GSIA との分類の比較上、サステナブル・テーマ投資と表記しているが、出所ではテーマ投資と表記されている。

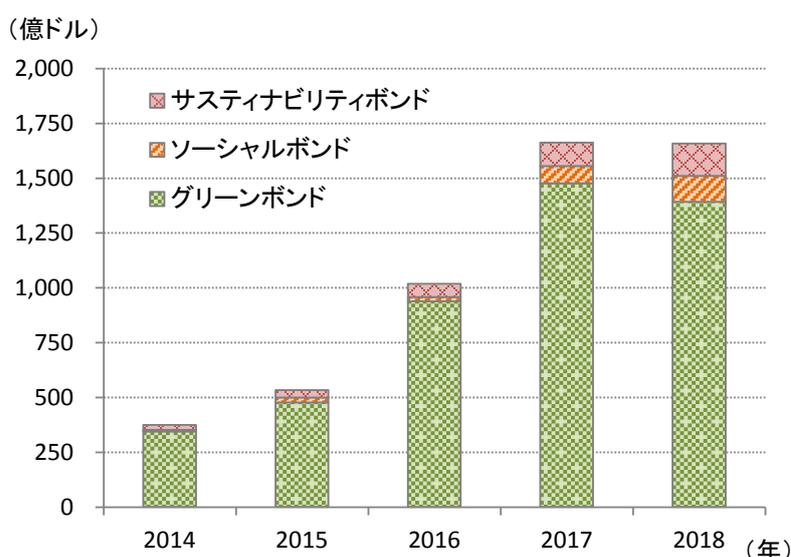
(出所) UNPRI “SHIFTING PERCEPTIONS: ESG, CREDIT RISK AND RATINGS PART 1: THE STATE OF PLAY” (2017 年 7 月 4 日)、Global Sustainable Investment Alliance “Global Sustainable Investment Review 2016” より大和総研作成

なお、ESG 投資手法の分類は GSIA の分類手法がよく知られているが（図表 4 右図）、UNPRI の分類は GSIA より大きな括りとなっている。UNPRI のスクリーニングにはネガティブ・スクリーニング、ポジティブ・スクリーニング、国際規範スクリーニングが含まれるものとみられる。その他は原文では “No incorporation strategies applied”（日本語版では「組み入れ戦略適用なし」）となっているが、主にエンゲージメント（投資家行動）もしくはインパクト/コミュニティ投資による残高とみられる。

### （3）グリーンボンド等の発行も増加

グリーンプロジェクト（環境面での持続可能性に貢献するプロジェクト）に係る資金調達に用いられるグリーンボンドや、ソーシャルプロジェクト（ポジティブな社会的成果を生み出すプロジェクト）の資金調達に用いられるソーシャルボンド、両方の側面を持つサステナビリティボンド（以下、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドを総称してグリーンボンド等とする）の発行はこの数年、世界的に増加傾向にある（図表 5）。こうした債券への投資も、前掲図表 4 右図で示すところのサステナブル・テーマ投資もしくはインパクト/コミュニティ投資に該当するものであり、ESG 投資の手法の 1 つである。

図表 5 世界のグリーンボンド等の発行状況



(注) サステナビリティボンドは、グリーン・ソーシャル双方の性質を持つプロジェクトの資金調達に用いられる債券。債券分類は Bloomberg による。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

グリーンボンド等の普及を促進するためには、グリーンウォッシュ問題（環境にポジティブなインパクトがあると謳っているが、実際には効果のないプロジェクトに投資するような問題）などへの対応が必要であることから、各方面でルール整備が進んでいる。ICMA（国際資本市場協会）はグリーンボンド原則やソーシャルボンド原則を公表し、EU では欧州委員会が 2018 年 3 月にサステナブルファイナンスに関する行動計画を公表、グリーンプロジェクトやソーシ

ャルプロジェクトの定義付け作業を開始している。同年12月にはグリーンファイナンスの一部について、技術専門家グループによるタクソノミー案（何がグリーンファイナンスであるか分類するためのフレームワーク）が公表されている。

日本でも環境省が「グリーンボンドガイドライン 2017年版」の公表に加え、「グリーンボンド発行モデル創出事業」や「グリーンボンド発行促進プラットフォーム」の運用を開始するなどして、グリーンボンド等の発行を促進している。環境省の「グリーンボンド発行促進プラットフォーム」によれば、2018年に日本でグリーンボンド（転換社債型新株予約権付社債を含む）を発行した発行体は29法人であり、2017年の8法人を大幅に上回っている（2018年10月時点の環境省調査、日本企業の海外現地法人発行分は除く）。

## 2. 日本における債券のESG投資

### (1) 信用格付にESG要素を考慮する動き

近年、日本においてもESG債券投資に関する様々な動きが見られる。具体的には、①日本の代表的な格付機関である日本格付研究所(JCR)と格付投資情報センター(R&I)が2017年にUNPRIの“Statement on ESG in credit ratings”に署名したこと、②GPIFがESG投資を全てのアセットクラスに広げることを表明し、世界銀行グループと債券のESG投資について共同研究を開始したこと、③環境省がESG金融懇談会を開催し債券を含むESG投資の拡大について提言したこと、の3点が挙げられる。

①にある“Statement on ESG in credit ratings”だが、これに署名した機関は「(1)異なる発行体についてそれぞれのESG要素が信用力に関係しているのかを評価する」「(2)信用格付にどのESG要素が考慮されるのか、透明性をもって見解を公表する」「(3)ESG要素に関する我々の理解が進化することに伴い、信用分析にどのように統合されるかをレビューする」「(4)必要な場合にESG分析を含む質の高い格付を提供するための組織体制と人的・分析資源を確保する」「(5)信用力に影響を及ぼし得るESG要素を発行体が一貫性をもって公表するための産業界全体の取組みに参加する」「(6)信用力におけるESGリスクを特定し理解するため、投資家との対話に参加する」の6つの目標の達成に取り組むことになる<sup>4</sup>。

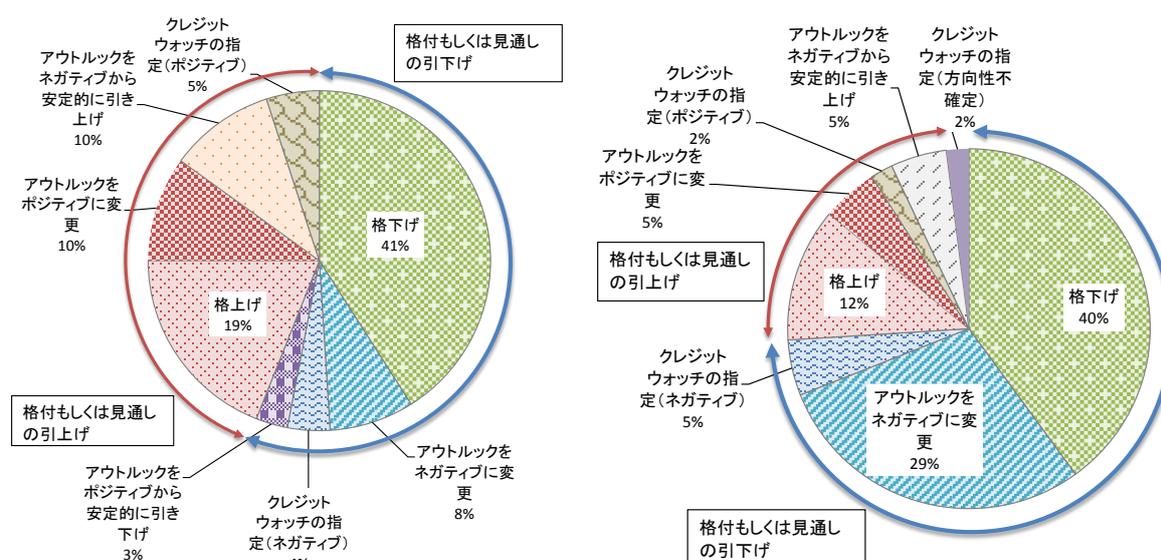
JCRとR&Iは“Statement on ESG in credit ratings”の署名機関になり、ともに信用格付にESG要素を考慮することを明確化した。3年程度の期間においてESGリスクが顕在化するか（キャッシュフローの創出や発行体の持続性に影響を与える事象が起きるか）考慮し、信用リスク

<sup>4</sup> JCR「国連責任投資原則（UNPRI） Initiative on ESG in Credit Ratings Statementに署名」（2017年9月20日）（URL：[https://www.jcr.co.jp/pdf/greenfinance/PRI-Initiative-signed\(JP\)\\_r.pdf](https://www.jcr.co.jp/pdf/greenfinance/PRI-Initiative-signed(JP)_r.pdf)）

分析に反映させるという<sup>5</sup>。どちらの格付機関も、従来 ESG 要素を信用力に織り込んだ上で信用格付を付与しているとの立場であり、“Statement on ESG in credit ratings” に署名したからといって、既に付与している信用格付の変更は行っていない。ただし、今後、ESG 要素が信用リスク分析に与える影響が大きくなっていけば、信用格付が見直される発行体が出てくる可能性もある。

米国の大手格付機関である S&P Global Ratings<sup>6</sup>は、以前から ESG 要素を信用格付に反映させる取り組みを行っており、ESG 要素が信用格付および見通しの変更にどのような影響を与えたか、レポートを公表している。2015 年 7 月～2017 年 8 月までの間に同社が信用格付の再検証を行った 9,000 件のうち、717 件は環境や気候変動ファクターが、346 件は社会に関するファクターが重要な検討事項になったという。検討の結果、信用格付や見通しの変更が行われたものは環境や気候変動ファクターで 106 件、社会に関するファクターが 42 件であった。変更はネガティブな内容（信用格付や見通しの引下げ）、ポジティブな内容（信用格付や見通しの引上げ）双方あるが、環境や気候変動ファクターに比べ、社会に関するファクターはネガティブな内容の比率が高く、全体の 7 割強を占めている（図表 6）。

図表 6 環境および気候変動ファクターを主因とする信用格付（見通しを含む）変更の内訳（左図）、社会に関するファクターを主因とする信用格付（見通しを含む）変更の内訳（右図）



(注) 集計対象は 2015 年 7 月～2017 年 8 月までの間に信用格付の再検証を行った 9,000 件のうち、信用格付や見通しの変更を行った 106 件（左図）および 42 件（右図）。

(出所) S&P Global Rating “How Environmental and Climate Risks and Opportunities Factor Into Global Corporate Ratings – An Update” (2017 年 11 月 9 日)、“How Social Risks And Opportunities Factor Into Global Corporate Ratings” (2018 年 4 月 11 日) より大和総研作成

<sup>5</sup> 詳細は JCR「信用格付における ESG 要素の考慮の必要性」(2017 年 9 月 29 日) および R&I「事業法人等の信用格付の基本的な考え方」(2018 年 5 月 31 日)、R&I「特別レポート (ESG) 格付評価において重要性増す環境要素」(2018 年 12 月 25 日) を参照。(URL : [https://www.jcr.co.jp/pdf/greenfinance/consideration\\_jp.pdf](https://www.jcr.co.jp/pdf/greenfinance/consideration_jp.pdf)、[https://www.r-i.co.jp/methodology\\_basic/2018/05/methodology\\_basic\\_20180531\\_jpn.pdf](https://www.r-i.co.jp/methodology_basic/2018/05/methodology_basic_20180531_jpn.pdf)、[https://www.r-i.co.jp/news\\_report\\_special/2018/12/news\\_report\\_special\\_20181225\\_jpn.pdf](https://www.r-i.co.jp/news_report_special/2018/12/news_report_special_20181225_jpn.pdf))

<sup>6</sup> 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない S&P が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

## （２） GPIF が債券の ESG 投資を検討

GPIF は 2015 年に UNPRI に署名し、2017 年度には国内株式を対象とする 3 つの指数（FTSE Blossom Japan Index、MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数、MSCI 日本株女性活躍指数（WIN））を選定し、ESG 投資を開始した。2018 年度には新たにグローバル株式を対象とする 2 つの指数（S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数、S&P グローバル大中型株カーボン・エフィシエント指数（除く日本））を追加している。

GPIF は 2017 年 10 月には投資原則を改訂し、株式だけでなく、全ての資産において ESG を考慮する方針を打ち出すとともに、世界銀行グループと債券投資における ESG 投資について共同研究を開始した。2018 年 4 月にはその成果として “Incorporating ENVIRONMENTAL, SOCIAL and GOVERNANCE (ESG) Factors into FIXED INCOME INVESTMENT” を公表している。日本では GPIF による ESG 株式投資開始の動きをきっかけに、運用会社に ESG 投資が急速に広がった。GPIF が ESG 債券投資を開始すれば、ESG 債券投資にも同様の動きが広がる可能性も考えられる。

## （３） 環境省が設置した「ESG 金融懇談会」の提言

環境省は、パリ協定や SDGs などを背景に、ESG 課題を考慮した資金の流れが、世界的かつ急速に広がってきていることから、銀行業や保険業、証券業など金融業界のトップと有識者などで構成する「ESG 金融懇談会」を設置した。2018 年 1 月以降、議論を重ね、同年 7 月に「ESG 金融懇談会 提言 ～ESG 金融大国を目指して～」(以下、提言書) を公表している。その中では債券投資に関する記述も複数確認できる(図表 7)。提言の内容に関しては、今後「ESG 金融ハイレベル・パネル」(仮称) を設置した上で、取り組み状況を定期的にフォローアップすることになっており、ESG 債券投資の拡大に向けた政策も講じられることが推測される。

図表 7 ESG 金融懇談会の提言のうち、債券の ESG 投資に関する主な記述

- ESG 投資のニーズに対し国内の投資機会は圧倒的に不足しているとの指摘もある。金融機関は、ESG 要素を考慮する動きを、金融商品（株式、**債券**等）や不動産等のあらゆるアセットクラスに広げていくための取組に努めることが期待される。こうした金融機関の取組に対し国による支援も期待される。
- 機関投資家は、21 世紀の受託者責任の考え方の浸透とともに、**利回り等の条件が同一又は類似であれば ESG 関連銘柄へ投資するなど、ESG 投資に関する方針を明確化**することが望まれる。
- 国及び主として直接金融に係る金融機関等は、**ESG 指数やグリーンボンド、ESG 要素とクレジットレーティングとの関係**、ESG 金融が社会に与えるインパクト等、日本の学界界を巻き込み ESG 金融の**実証分析等の研究**を進めていくべきである。

(注) 赤字下線は筆者による。原文にある下線は省いた。

(出所) 環境省 ESG 金融懇談会「ESG 金融懇談会 提言 ～ESG 金融大国を目指して～」(2018 年 7 月 27 日) より大和総研作成

### 3. ESG 債券投資のこれから

#### (1) 発行体は ESG 要素の情報開示や投資家との対話を求められる可能性

ESG 債券投資が拡大すれば、発行体の ESG の取り組みが債券発行による資金調達コスト（債券の発行条件）に与える影響も大きくなっていく可能性がある。また、発行体は格付機関や債券投資家から ESG の取り組みを評価するために必要な情報の開示を求められたり、対話を求められることも増えていくかもしれない。

現状、日本では発行体による ESG 要素の情報開示や投資家との対話は、株式における ESG 投資の中で発展している。2014 年に日本版スチュワードシップ・コード、2015 年にコーポレートガバナンス・コードが導入され、投資家と発行体側の双方において対話に積極的に取り組むことが求められている。発行体側には対話の前提となる情報開示が求められており、2018 年のコーポレートガバナンス・コードの改訂では、基本原則 3 の考え方の中で主体的に提供すべき非財務情報に「ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる ESG 要素）」が含まれることが明文化された。

日本では債券における ESG 投資はまだ発展途上の段階ということもあり、投資家が発行体に ESG 要素を開示するよう求めたり、対話を求める目立った動きは見られない。しかし、日本生命は「ESG 投融資」の「ESG 投融資の取組方針」の中で「債券投資先企業に対しても、必要に応じて ESG 課題をテーマとした対話を行ってまいります。」と述べており<sup>7</sup>、第一生命も 2018 年 9 月に公表した「国連責任投資原則（PRI）2017 年アセスメント結果 ～全分野でグローバル平均以上の評価を獲得～」の中で、アセスメント結果を踏まえた今後の主な取組として「社債発行体への対話実施を検討開始」を挙げた<sup>8</sup>。今後、債券投資家が発行体に対話を求め、また対話の前提となる情報開示を求める動きを強めていく可能性もありそうだ。

UNPRI は、ESG 要素が債券の投資パフォーマンスにも影響し得るとして、ESG 要素について発行体と対話を行うことを推奨している。海外では債券投資家が対話に取り組む動きが進んでいとみられ、UNPRI が 2018 年 4 月に公表した“ESG ENGAGEMENT FOR FIXED INCOME INVESTORS”によれば、UNPRI に対し債券投資における責任投資の活動報告を行った 422 の署名機関のうち、66%（279 機関）が、少なくとも 1 つ以上の発行体と対話を行ったとしている。

償還期日までの間の返済や利払いの確実性を求める債券投資担当者と、キャピタルゲイン・インカムゲインの最大化を求める株式投資担当者の間では、重視する ESG 要素や、対話の力点などが異なる可能性がある。発行体は債券投資家と株式投資家の違いを考慮した上で、情報開示や対話に臨む必要があるだろう。

なお、株式投資家は議決権行使を通じて発行体に影響力を及ぼすことが可能であるが、債券投資家にはそういった手段はない。一方、償還がある分、債券発行による資金調達は株式発行

<sup>7</sup> 日本生命ウェブサイトより。(URL : [https://www.nissay.co.jp/kaisha/otsutaeshitai/shisan\\_unyou/esg/](https://www.nissay.co.jp/kaisha/otsutaeshitai/shisan_unyou/esg/))

<sup>8</sup> 第一生命ウェブサイト（2018 年 9 月 27 日）より。(URL : [http://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2018\\_037.pdf](http://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2018_037.pdf))

に比べ頻度が高く、企業の資金調達に直接影響する。債券の引き受け時に、債券投資家が発行体に対して ESG への取り組みを促すことで、発行体に影響力を及ぼすことは考えられるだろう。

図表 8 株式投資と債券投資における対話の違い

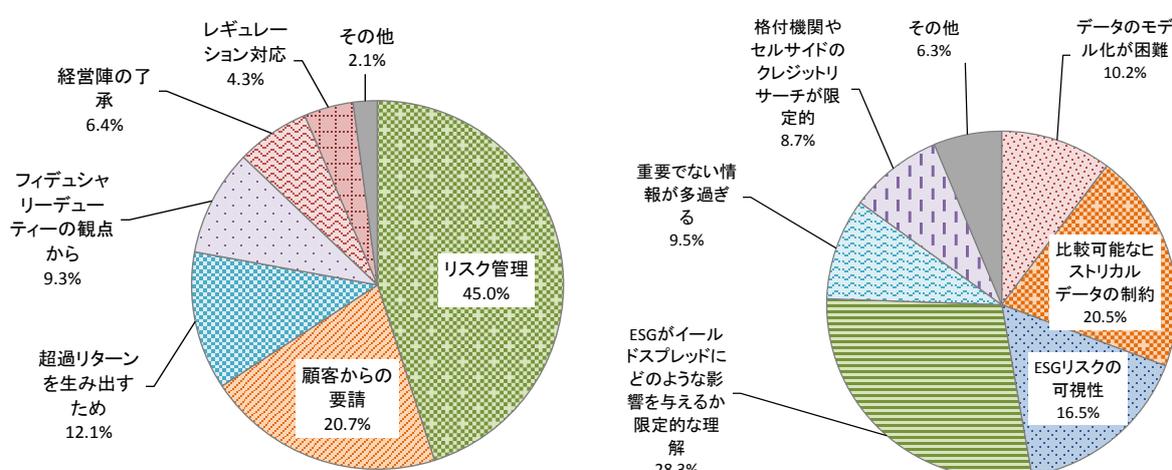
	株式投資	債券投資
対話の目的	投資先企業の持続可能性の向上（企業価値の向上による株式価値の向上）。	投資先企業の持続可能性の向上（債務不履行やスプレッド拡大の防止）。
想定される対話のタイミング	株主総会の前（発行体が応じれば随時可能）。	債券を発行する前（発行体が応じれば随時可能）。
ルール・制度など	コーポレートガバナンス・コードにより、発行体側に対話に積極的に応じることが求められ、また対話に必要な情報開示も求められている。	対話を推進するような制度は設けられていない。

（出所）大和総研作成

## （２）ESG 債券投資の効果測定は分析・研究の蓄積が必要

UNPRI が 2015 年に行った調査によれば、債券のアナリストやストラテジスト、アセットマネージャーの 4 割以上が、信用リスク分析に ESG 要素を取り入れる動機としてリスク管理を挙げた（図表 9、左図）。次いで、顧客の要望が 2 割、フィデューシャリーデューティが 1 割となっている。リターンの向上を求めるという動機は 1 割程度にとどまる。信用リスク分析の課題として、約 3 割は ESG 要素がどのように債券価格に影響するのか不透明であることを挙げており、約 2 割は比較可能なヒストリカルデータの利用が難しいことを挙げている（図表 9、右図）。ESG 要素が信用リスクに与える影響の分析・研究、トラックレコードの蓄積が今後の課題と言えそうだ。ESG 投資は経済合理性（投資に対する金銭的なリターン）だけでなく、社会的にポジティブなインパクトを与えることも期待されており、社会的インパクトの計測も今後分析・研究が進むことが期待される。

図表 9 信用リスク分析に ESG 要素を取り入れる動機（左図）と課題（右図）



（注）調査は債券のアナリストやストラテジスト、アセットマネージャーを対象に 2015 年に実施された。回答数は 140 件。どちらの設問も 3 つの回答を選択できるが、両図は最も重要だと思うものについての回答割合を示している。右図は元資料では合計値が 100%にならないが、合計 100%に換算したものである。

（出所）PRI “ESG IN CREDIT RISK AND RATINGS FORUMS: INVESTOR SURVEY RESULTS”より大和総研作成

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 格付業者について

#### <スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、平成29年3月7日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moody's.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody's.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、平成30年4月16日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、平成28年5月13日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。