

2019年10月3日 全6頁

# 信用格付と ESG 格付における ESG 要素の違い

## ESG の機会・リスクの発生確率（確度）が両者の差

政策調査部 兼 SDGs コンサルティング室  
研究員 田中大介

### [要約]

- 信用格付は、発行体の信用リスクが反映されたものであり、発生する確率（確度）が比較的高い事象、またはその事象に係る発行体の機会・リスクが考慮されている。そのため、ESG 要素のうち、実施が明確になっている環境規制などの事象は格付評価に反映される可能性が高い。ただし、多くの ESG 要素に係る機会・リスクは財務情報等に比べれば確度が不透明であるため、信用格付の高さや格付の変更への影響は限定的だろう。
- 他方、ESG 格付は、発行体に係る非財務情報等に基づいた評価である。ESG 要素の多くは、長期的な視点から社会的課題の改善・解決を目指す志向を含んでおり、具体的な機会やリスクの確度は一般的には高くない。そのため、発行体に係る潜在的な機会・リスクが反映された格付とも考えられるが、確度にばらつきのある多様な要素で構成される格付であることに留意する必要があるだろう。

## はじめに

近年、ESG 投資が急速に普及している中、その投資プロセスにおいて ESG 格付が用いられるようになってきた<sup>1</sup>。Sustainalytics や Vigeo Eiris、CDP などが代表的な ESG 格付（評価）機関であり、それぞれが独自の評価手法で発行体、または債務の評価を行っている。

他方、従来の信用格付において、ESG 要素をどのように反映させているかについて情報を公開する格付機関が散見されるようになった<sup>2</sup>。ESG 格付はもちろん、信用格付でも ESG 要素が考慮されているが、信用格付は発行体の信用リスクを評価していることにその本質があるため、純粋に ESG 要素のみで構成される ESG 格付とは織り込まれる機会・リスクが異なる。

そこで、本稿では、信用格付と ESG 格付の特性から、両者においてどのような ESG 要素が反映され得るかを考察した。

### 1. 信用格付は確度が高い情報が反映される

信用格付とは、発行体の信用リスク、主にデフォルト確率が考慮されたものであり、格付の根拠となる主なデータは財務情報や、将来の発行体の財務状況（債務履行能力等）を見通すための経営方針や契約状況等の情報である<sup>3</sup>。ESG 要素についても、それが将来の信用リスクに影響を与える事象であれば格付評価に織り込まれると言える。

しかし、全ての事象が同等に反映されるわけではないだろう。一例ではあるが、信用格付機関である MOODY' S では、「他の格付上の考慮事項においてと同様、ムーディーズは、将来の ESG のトレンドを、そのトレンドを予測する現時点の格付に織り込む。しかし多くの場合、将来に初めて明らかになるトレンドの影響を予測する能力は必然的に限られる。短期的なリスクは、それが信用プロファイルに与える影響はるかに確実であることから、通常、格付により直接的な影響を与える。一般的な原則として、リスクまたは事象の予想期間が長くなるほど、それが発行体のキャッシュフロー創出能力やその他の信用指標に与える影響の確実性が低下し、発行体が直面する他のリスク対比での当該リスクの重要性も不明確になる。」<sup>4</sup>としている。

ここから、信用格付における ESG 要素の考え方は、ESG 要素以外の事象を格付評価に織り込む場合と同様、リスクの予想期間の長短や発生確率（確度）が考慮されていると推測できる。他の信用格付機関も、信用リスクを評価している以上、ESG 要素の考え方が格付機関ごとに大きく

<sup>1</sup> 田中大介「[ESG 格付は利用者ニーズに答えているか](#)」（2019 年 5 月 13 日付大和総研レポート）

<sup>2</sup> 格付投資情報センター（R&I）「[格付評価において重要性増す環境要素](#)」（2018 年 12 月 25 日）

Fitch Ratings「[Fitch Ratings Launches ESG Relevance Scores to Show Impact of ESG on Credit](#)」（2019 年 1 月 7 日）

<sup>3</sup> 一例として、Standard & Poor's（S&P）では、「格付け分析を行う上で、現在や過去の情報を評価し、将来起こりうる事象が信用力に与える影響を可能な限り評価に織り込む」（「信用格付けの手引き」p. 2）としている。  
[https://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/delegate/getPDF?articleId=1825216&type=COMMENTS&subType=REGULATORY](https://www.standardandpoors.com/ja_JP/delegate/getPDF?articleId=1825216&type=COMMENTS&subType=REGULATORY)

<sup>4</sup> MOODY' S Investors Service「[環境・社会・ガバナンスリスク評価の一般原則](#)」（2019 年 2 月 4 日）、p. 4

異なることはないだろう。すなわち、信用リスクという観点から ESG 要素を考える場合、信用リスクへのインパクトの大小はあるだろうが、発生確率（確度）が高ければ、格付に反映される可能性は高いと考えられる。

例えば、かなり先のことであっても実施される時期や規制対象が明瞭である環境規制は、確度の高い ESG 要素と言えるだろう。環境規制に大きな影響を受ける産業である自動車産業において、実施される可能性がある販売規制を図表 1 に示した。現在、世界的に EV（電動自動車）の推進が図られており、特に欧州では将来的に内燃機関搭載車の新規販売を禁止する方針である国がいくつかある。例えば、オランダでは 2030 年までに、ガソリン車やディーゼル車に限らず、ハイブリッド車の新車販売も禁止する方針である。実際に販売禁止という厳しい規制が、図表 1 の通りに法律として施行されるかは議会の状況次第ではあるが、欧州では 2021 年、2030 年と段階的な排ガス基準の強化が予定されている<sup>5</sup>ことを考慮すると、内燃機関搭載車の自動車販売への規制が厳格化される方向にあることは確度の高いトレンドにあると考えられる。仮に、市場規模の大きい欧州で販売規制が実施される確度が高ければ、関連する発行体の事業に係る機会・リスク要因となり得ることから、E（環境）の要素ではあるものの、信用格付へ反映されているのではないだろうか。

図表 1 自動車産業における内燃機関搭載車（新車）販売規制の動向

国名	規制開始年	規制内容	備考
オランダ	2030	販売禁止	政府が公表*
ドイツ	2040	販売禁止	首相が発言
フランス	2040	販売禁止	政府が公表*
イギリス	2040	販売禁止	政府が公表*
中国	2040	販売禁止	政府が公表*
インド	2030	販売禁止	電力省大臣が発言

(注 1) オランダとドイツを除く各国では、ハイブリッド車を対象外としており、ガソリン車とディーゼル車のみが販売規制対象となっている。

(注 2) \*は、政府（省庁も含む）の公表資料に基づくことを示す。

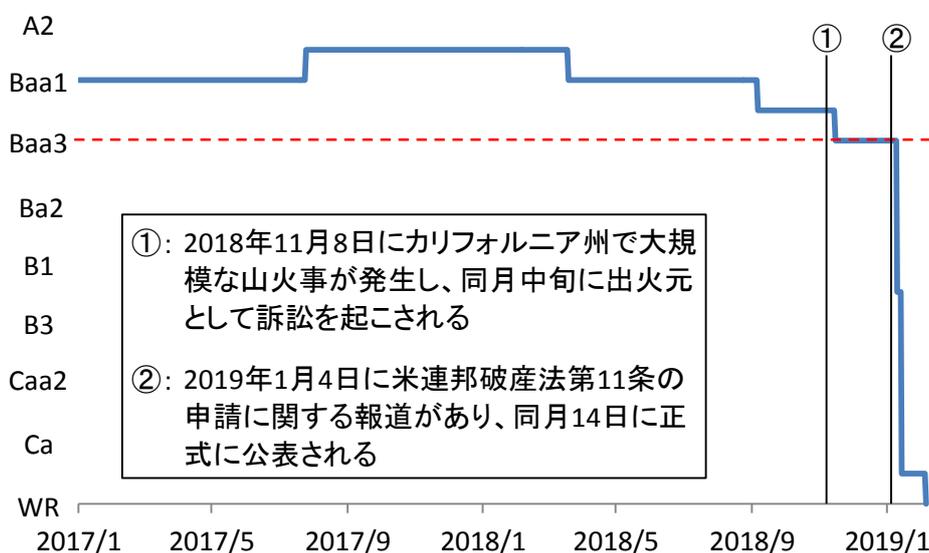
(出所) 各国政府発表資料、各種報道資料より大和総研作成

一方で、多くの ESG 要素は、それが信用格付に反映された場合でも、機会やリスクの顕在化「前」に、信用格付の高さや格付の変更に与える影響は小さい可能性がある。ESG 要素が事業リスクや評判リスク等として、発行体の信用格付に反映されるということは、それらが将来の財務状況に影響するということである。信用格付の在り方として、事前に ESG 要素を信用リスクとして織り込むにしても、財務情報や契約状況ほどの重要性を持たせることは難しいだろう。

<sup>5</sup> European Commission [“Clean mobility: Commission welcomes European Parliament adoption of new CO2 emission standards for cars and vans to reduce pollution and improve air quality”](#) (2019 年 3 月 27 日)

ただし、ESG 要素であっても、リスクの顕在化「後」に、発行体の財務状況に大きな影響を与える場合はもちろんある。例えば、米国企業の PG&E (Pacific Gas and Electric Corporation) は、過去にカリフォルニア州で発生した森林火災に対する責任として多額の債務を負い、2019 年 1 月に事実上倒産した。同州における火災は毎年発生していたが、同社の送電線設備から火花が出ていることが指摘されるなど、地域住民から不安視されていたという経緯がある。この期間の信用格付 (MOODY' S<sup>6</sup>の発行体格付) の推移を見ると、PG&E が火災の原因として訴訟を起こされ、米連邦破産法第 11 条<sup>7</sup>適用の申請が報道された後に、急激に引き下げられている (図表 2)。決して火災の原因にはならないよう対応する必要があったというリスク管理の視点から言えば、G (ガバナンス) の要素が信用格付に大きな影響を与えた事例といえよう<sup>8</sup>。

図表 2 PG&E に対する MOODY' S の発行体格付の推移



(注 1) グラフの縦軸にある格付評価は、MOODY' S による。なお、WR は格付の取下げを示す。

(注 2) Baa3 (赤色の破線) は、一定の投機的な要素を含むとされる Baa の最下位である。

(出所) 各種報道発表資料、Bloomberg より大和総研作成

## 2. ESG 格付は確度の高低が混在する情報から構成される

一般に、ESG 格付は財務情報を考慮せず、主に発行体の非財務情報である ESG 要素のみを材料として評価される。しかし、ESG 要素は、E (環境)、S (社会)、G (ガバナンス) という大分類の中に、E であれば気候変動や生物多様性など、より具体的な事項が数多く存在する。様々な分野に関する多面的な視点から ESG 要素は構成されるが、機会・リスクの確度は事項ごとに相当

<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 MOODY' S 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。

<sup>7</sup> 経営再建を目的とする倒産処理手続であり、日本の民事再生法に相当する。

<sup>8</sup> 山火事が気候変動問題の深刻化によって生じているとすれば、E (環境) の要素とも考えられるが、カリフォルニア州の山火事が毎年発生していることに鑑みると、むしろリスク管理の問題である可能性が示唆される。

大きく異なる。

例えば、パリ協定や TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）等で問題視されている気候変動問題において、その機会・リスクには政策や規制、物理的なものまで様々である。ここでは、環境規制とサプライチェーンの寸断についての確度を考えてみよう（図表 3）。

図表 3 環境規制とサプライチェーンの寸断について

	環境規制	サプライチェーンの寸断
発生確率	明瞭	不透明
現状	世界的に気候変動問題の改善が求められていることから、厳格化傾向にある	過去データ等の蓄積が少ない自然災害を予測することは困難である

（出所）IPCC（Intergovernmental Panel on Climate Change）“AR5 Synthesis Report: Climate Change 2014”、気象庁「地震予知について」等より大和総研作成

まず環境規制では、機会・リスクが顕在化するまでの想定期間が長いものから短いものまで混在しているものの、すでに実施が予定されている確度の高い情報もある。前掲図表 1 で示した自動車産業に対する環境規制をはじめ、輸送関連は環境規制が実施されやすい傾向にある。船舶では、IMO（International Maritime Organization、国際海事機関）が船舶の燃料における硫黄濃度等を規制しており、2020 年には一層厳格化された規制が実施される予定である<sup>9</sup>。このように、環境規制は従来の規制が厳格化されることで、発行体の機会・リスクに影響を及ぼす場合が多い<sup>10</sup>。パリ協定の発効以降、気候変動問題の改善に対する社会的要請が高まっている中、環境規制が今まで以上に厳格化されることが想定されるのは世界共通である<sup>11</sup>。もちろん、政治的な要因等によって規制が実施されない可能性がないわけではないが、この機会・リスクの確度については比較的高いと言えよう。

次にサプライチェーンの寸断についてだが、気候変動問題がより深刻化することで、発行体の事業に係るサプライチェーンが寸断されるに至る、自然災害の発生が想定される<sup>12</sup>。つまり、この場合における発行体の機会・リスクの確度は、気候変動によって生じる自然災害そのものを予測することと同義である。日本では当たり前に発生する地震の予測についても言えることではあるが、自然災害の発生を精確に予測することは大変困難である。発生メカニズムもおお

<sup>9</sup> IMO “[International Maritime Organization moves ahead with oceans and climate change agenda](#)” (2017 年 7 月 11 日)

<sup>10</sup> 前述した自動車の販売規制のほかにも、各国では排ガス規制という環境規制が敷かれており、欧州をはじめ、中国においても基準の厳格化が進んでいる。

<sup>11</sup> 気候変動に加えて、人間の健康に直接影響する大気汚染を防止するという観点からも、環境規制の厳格化は世界規模で生じる事象であると考えられる。

<sup>12</sup> 既存研究によると、サプライチェーン寸断の影響（重大度）は、供給寸断の発生確率（確度）と寸断に対する脆弱性の積であるとしているが、後者は個社要因であると考えられ、本稿では前者のみを論じている。

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652617312337>

よそ既知であり、かつ過去データが多数ある地震においてさえ、精確な予測をするには至っていないことから、前例が少ない気候変動によって生じるとされる自然災害は予測可能性が高いとは言えない。結論として、サプライチェーンの寸断というリスクの確度は不透明といわざるを得ない<sup>13</sup>。

上述の通り、E（環境）の気候変動という一つの分野の中でも、機会・リスクの確度にばらつきがある。他の ESG 要素も同様であると考えられ、ESG 格付は多くの ESG 要素を考慮しているがゆえに、信用格付に際して考慮され得る ESG 要素に比べて、ESG 格付では ESG 要素の機会・リスクの確度にはばらつきが生じると考えられる（図表 4）。

図表 4 信用格付と ESG 格付に反映される ESG 要素の考え方

	信用格付	ESG格付
概要	発行体の信用リスク(将来の信用状況、財務状況)	発行体のESGに係る機会・リスク(将来の持続可能性)
評価データ	信用リスクに関連する情報	ESG情報
考慮されるESG機会・リスクの確度	高い	高低混在

(出所) 信用格付機関、ESG 格付機関の各種公表資料より大和総研作成

## おわりに

本稿では、信用格付と ESG 格付における ESG 要素の考え方を、両者の特性から考察した。前者では確度の高い ESG 要素を、後者は確度がおおよそ不透明な ESG 要素も含めて格付がなされていると考えられる。

また、例示したように、E（環境）に含まれる気候変動という分野だけ見ても、関連する機会・リスクの確度の高低は大きく異なる。発行体に付与されている ESG 格付を精緻に解釈するためには、ESG 要素における個々の事象に対する理解が必要だろう。加えて、ESG 格付は格付間の相関が小さいことも含めて、種々問題が指摘されており<sup>14</sup>、まだまだ改善の余地があることは確かである。しかし、ESG 投資が急速に普及している中、投資判断材料の一つとして ESG 格付の重要性は一層増していくと考えられる。ESG 投資家やその関係者は、信用格付や ESG 格付における特性の違いはもちろんのこと、提供された情報の裏側にある本質を見極めることが求められよう。

<sup>13</sup> IPCC “AR5 Synthesis Report: Climate Change 2014”において、気候変動による異常気象の頻度上昇の可能性等が指摘されているが、発生時期の予測可能性が高いことは示しておらず、本稿で述べている事象の確度が高いことを示すには至っていないと考えられる。

<https://www.ipcc.ch/report/ar5/syr/>

<sup>14</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人「[2018年度 ESG 活動報告](#)」（2019年8月19日）

U. S. Securities and Exchange Commission “[Scarlet Letters: Remarks before the American Enterprise Institute](#)”（2019年6月18日）

## 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・デリジエ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.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.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、事業体が契約上・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は当該地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。

以上