

ESG に対する格付け会社の対応

大洞聖子(S & P グローバル・レーティング・ジャパン

マネジング・ディレクター)

【要 約】

S&P グローバル・レーティング (以下「S&P」) の信用格付けでは、従来から ESG の要因は事業リスクやガバナンスの評価等において考慮されてきた。一方、世界的にアセットオーナーや投資家が ESG 課題を考慮した投資額を増やす中、信用格付け上の ESG 要因をより透明性の高い形で示すことを求められるようになってきている。

こうした背景を踏まえ、S&P では、2021 年に「信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス (ESG) の原則」の格付け規準を策定し、5 つの原則を整理した。また、格付けからのアウトプットとして、各発行体の格付けの分析に、ESG のそれぞれの要素がどのように影響しているのかをスコアとして表す「ESG クレジット・インジケーター」についても公表を開始するなど、透明性の向上に努めている。本稿では、S&P の最近の ESG に関する取り組みや、ESG 要因が格付けにどのように関連しているかについて、事例や考え方を含めて解説する。

また、本稿では、ESG 要因を主因とする格付けアクションはどの程度あったか、ESG への取り組みに関し、今後の格付け会社の課題は何か、ということも説明する。分析面では、アナリストの非財務情報分析能力の向上に加え、定量的な評価の難しさなどの課題があると認識する。質と透明性を伴った分析を市場へ提供することが格付け会社に期待される役割であると考え、ESG に関してもデータや企業開示の整備などを踏まえつつ、S&P は今後も対応していくことになるだろう。

1. S&P について

S&P は格付け会社として 150 年以上の歴史がある。グローバルには 120 以上国以上の発行体に格付けを付与し、25 以上の国や地域に 1500 人程度のアナリストを擁する。東京での事務所開設は、日本に信用格付け制度が出来た 1985 年である。

現在日本法人で格付けしている事業会社、金融機関、公的部門の発行体数はおよそ 280、ストラクチャード・ファイナンス部門では 300 超の案件に格付けしている。

2. S&P の ESG にかかわる取り組み

1) 市場関係者からの格付け会社に対する疑問・期待

そもそも、格付け会社は ESG に関して何を提供することを求められているのだろうか。社外からの疑問や期待をまとめると以下のようなところではないか。

まず、ESG の時間軸に関する質問をよく受ける。例えば温室効果ガスの排出量の政策的なネットゼロのターゲットは 2050 年に置かれる一方、長期信用格付けのアウトルックが示す時間軸は通常 2 年程度である。キャッシュフローや収益の予測を作る場合も将来の 2,3 年程度である。この期間のギャップがあるので、ESG に関

連するリスクや機会は格付けの想定に入っているか否か、ということ聞かれる。

格付け会社は ESG に関する透明性を高めるべきという期待値もある。これは投資家だけでなく、金融規制当局からの期待でもあると考える。金融市場のインフラの1つとして、持続可能な経済への移行を促す資金供給のため、格付け会社にも役割を求めるものである。特に EU (欧州連合) においては、ESG 要因が格付けアクションの主因となっている場合は、その内容の開示を求める規制が 2020 年から導入された。

また、投資家からは、格付け会社であれば、企業の ESG のリスクや戦略に関しても正しい評価ができるのではないか、という期待を聞くことがある。世の中にいわゆる「ESG 格付け」のように ESG に関する評価がたくさんある中で、信用格付けを通じて発行体と実際に会って、分析している格付けアナリストは、より正しく評価できるはず、と期待していただいているようだ。

2) これまでの取り組み

このような疑問や期待がある中、S&P としては「信用格付けの中の ESG」と「信用格付け以外の ESG 関連評価」という二つの面から取り組みを進めてきた。

本稿では、前者の「信用格付けの中の ESG」に焦点をあてる。後者の「信用格付け以外の ESG 関連評価」というのは、企業の ESG のパフォーマンスを点数化して評価したり、特定のファイナンス案件の評価をしたりするもので、信用格付けには直接関連しない。

グローバルには 2015 年頃から S&P のレポートに ESG という用語が現れ始めた。2019 年頃からは、個別発行体の信用格付けの分析レポートに、ESG の要素を信用格付け分析の中でどう見ているか、という短いパラグラフを追加することを開始した。こうした取り組みを通して整理してきた考え方を格付け規準 (クライテリア) としてまとめたものが 2021 年公表の「信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス (ESG) の原則」である。これはクロスセクターで適用される格付け規準である。

加えて、2021 年終わりからは、各発行体に関する「ESG クレジット・インジケータ」、セクター毎の「マテリアリティ・マップ」といった評価・情報の公表を開始した。S&P はこれらを通して、格付けの中の ESG 要因とはどういうものか、どう分析に影響しているのかということについて、透明化を試みている。

3) 信用格付けにおける ESG の原則

ESG 要因は多様なステークホルダーとの関係において広範囲にわたるものである。S&P が信用格付けの分析上見ているのは、すべての ESG 要因ではなくて、ESG 要因のなかでも信用力に響く要因のみ (図 1 において ESG 要因と信用要因が重なる部分) である。当たり前のようながら、格付け会社と ESG について話す場合、どの範囲を話しているのかを意識しないと、話がかみ合わないことがある。

図1 ESG要因と信用要因の交差



ESG=環境・社会・ガバナンス。
出所：S&P グローバル・レーティング

図2 ESG関連の信用要因の具体例



ESG=環境・社会・ガバナンス。
出所：S&P グローバル・レーティング

出所：「一般格付け規程：信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス（ESG）の原則」,2021年10月20日

図2は信用力に影響を与える ESG 要因の具体例を示す。S&P では、これらの中でも特に E（環境要因）の中の気候変動にかかわる移行リスクと物理的リスクは最も重要な要因とみている。E や S（社会的要因）は産業毎のリスクを評価したうえで、個社を評価している。G（ガバナンス要因）については、発行体の所在国の全体的な制度や個社に依存する部分が多いので、国をベースに個別に見ていくというようなアプローチをとっている。

S&P が考える、格付けにおける ESG の原則は以下の 5 項目である。

1. S&P が付与する長期発行体格付けに既定の対象期間はない。
2. ESG 関連の信用要因が信用力に及ぼしうる現在の、または潜在的な影響はセクター、地域、事業体で異なる。
3. ESG 関連の信用要因の方向性と明確さは曖昧で急変しうる。
4. ESG 関連の信用要因による影響は時間とともに変化しうる。これは動的な性質を持つ S&P の信用格付けに反映されている。
5. 信用力と ESG の水準は必ずしも関連しない。

いくつかについて解説を加えたい。1 は前述した投資家の疑問——ESG の時間軸と格付けの時間軸は違うのでは——という疑問に関連して、あらためて宣言されたという面もある。信用格付けに ESG 要因を織り込む場合、財務パフォーマンスに関して、十分に明確な見解を持てると S&P が考える期間においては、具体的定量的な予測を織り込む。一方、具体的予測をたてるにはタイミングや蓋然性が予測しづらい場合、それが明らかになるにつれて織り込んでいくということもある。また、数字がある程度予想できても、財務予測の期間より先に具現化すると思われる場合は定性的に考慮する、ということもあり得る。

3 の曖昧、急変しうるといったことが想定するのは、たとえば異常気象による物理的リスクは発生タイミングや影響の予測が難しい、といったようなことだ。また、環境規制などは政権の交替で大きく転換する可能性もある。

5 については、環境保全に貢献する製品を作っていて、E の面では優れた特性をもつ会社でも、債務負担が非常に重ければ格付けは低いことが予想される、というような例が考えられる。

ESG の要因は、格付け分析の構成要素の色々

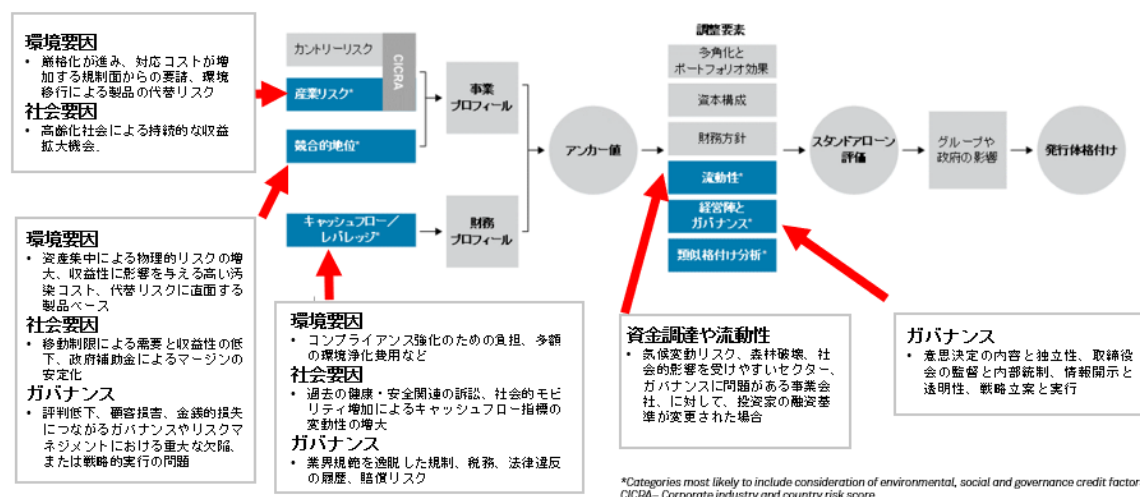
な部分で反映する可能性がある(図3)。たとえば、環境や社会の変化によって業界全体で需要が落ちたり、規制の急変に対応する必要が高まれば、「産業リスク」の評価に影響する。一方、ESG のいずれかに問題ありと認識された企

業に対して投資家や銀行が急激にダイベストメント(すでに投融資している金融資産を引き揚げることを)を進めれば、当該企業の流動性の評価に悪影響がでるかもしれない。

図3

事業会社の格付けの枠組み

ESG要因は、格付け規準の多くの要素を通じて、信用力分析に影響を与える(例)



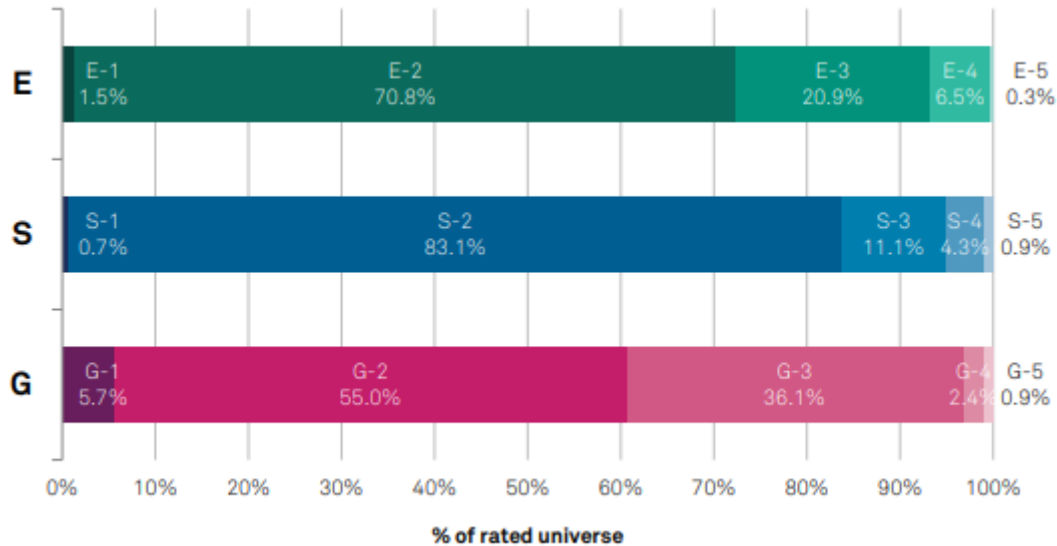
4) ESG クレジット・インジケター

2021 年末に公表を開始した「ESG クレジット・インジケター」は、格付けを決める時のインプット要素ではない。格付けを決めたあと、ESG 要因の信用力への影響を分離し、信用力分析への関連性をよりわかりやすく表現することを目指すものである。格付けの評価項目の色々なところに ESG の要因は影響しうるが、ESG 要因だけ取り出して、まとめてみたら、ネットでプラスに影響しているのか、マイナスに

影響しているのか、中立的なのか、という評価をし、ESG 要因の格付け分析への影響の方向性と度合いを表すことを試みている。

E,S,G のそれぞれに 5 段階評価となっているが、中央値の「3」の評価は「中立的」ではなくて、「ややネガティブ」となっている。これは、信用格付け分析にとって重大な ESG の検討事項は、ポジティブというよりはネガティブな影響を及ぼすことが多い、との S&P の見解を反映している。

図4 グローバル事業会社の ESG クレジット・インジケータの分布



E：環境,S=社会,G=ガバナンス。

1：ポジティブ,2：中立的,3：ややネガティブ,4：ネガティブ,5：非常にネガティブ

出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG In Credit Ratings Newsletter April 2022」, April 21, 2022

グローバルの事業会社の ESG クレジット・インジケータの分布 (図4) をみると,E,S,G ともに「2」,すなわち「中立的」が過半ではあるが,E や G の要素については,格付け上ネガティブ方向の要素となっている先が相応にある。E では「E-4」つまり,格付け分析上「ネガティブ」となっている先も 6.5%と,S や G に比べやや高い。逆に,格付け上「ポジティブ」に働いている「1」という評価は,全般に少ない。

インジケータについて,例えば自動車セクターの例をみると,E のインジケータで「3」の「ややネガティブ」の評価が,事業会社セクター全体との比較でより多くなっている (図 5-a)。これは環境規制への対応が主要因で,競争上のリスク要因や財務上の負荷となっていることを示している。ガバナンスも全体に比べると「ややネガティブ」が多い。個社要因の場合もあるが,プライベートエクイティなど,投資期間が限

られるフィナンシャルスポンサーがオーナーであるため,あまり多様なステークホルダーとのバランスを考慮しない経営が行われていることを反映している場合もある。S は中立的が多数であるが,S&P では今後重要性が高まる可能性もあるとみている。自動車の保有意欲の低下などの社会的変化や,自動運転にかかわる損害賠償責任などの重要性が増してくる可能性があるためである。

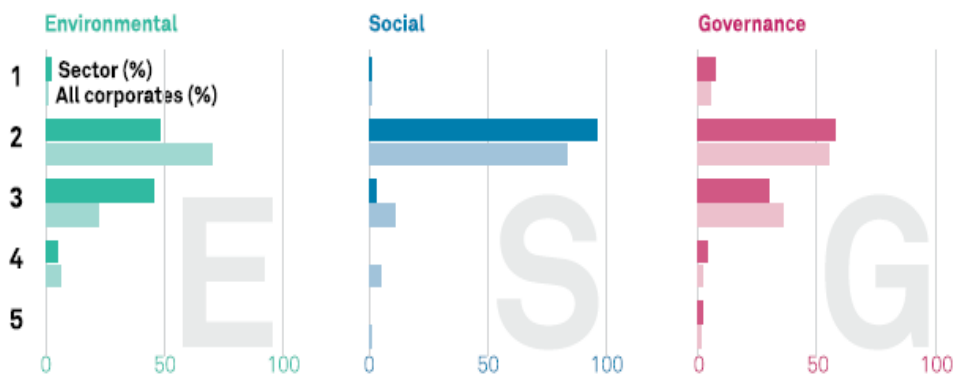
インジケータの特徴あるセクター例として,石油ガス上流の業界がある。このセクターでは,E は「4」の「ネガティブ」の評価が 95%とかなり高い状況になっている (図 5-b)。これは,気候変動に関連して脱化石燃料化が進む中,エネルギー転換のリスクが分析上もネガティブに影響しているためである。一方で,当業界の大手企業の格付けは強い財務によって高く維持されている (例えば Chevron Corp. と Exxon

Mobil Corp.はAA-,Shell plcはA+)。先の「信用格付けにおける ESG の原則」の 5 番にあっ

た「信用力と ESG の水準は必ずしも相関しない」例とも言える。

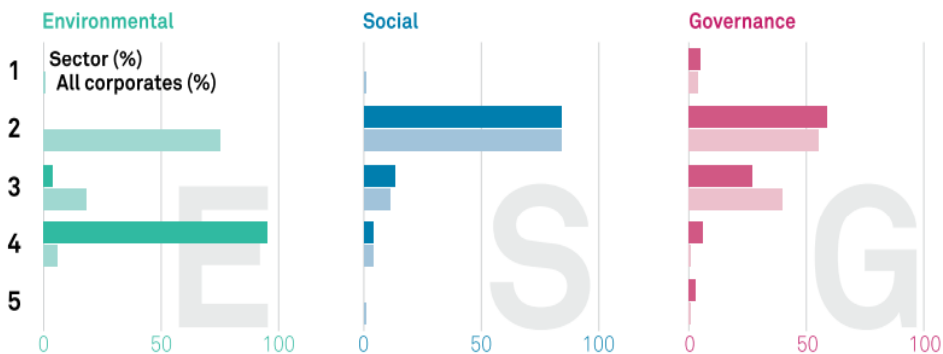
図5 ESG クレジット・インジケータの分布

a.自動車業界



出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG Credit Indicator Report Card : Autos」, Nov. 20, 2021

b. 石油ガス上流業界



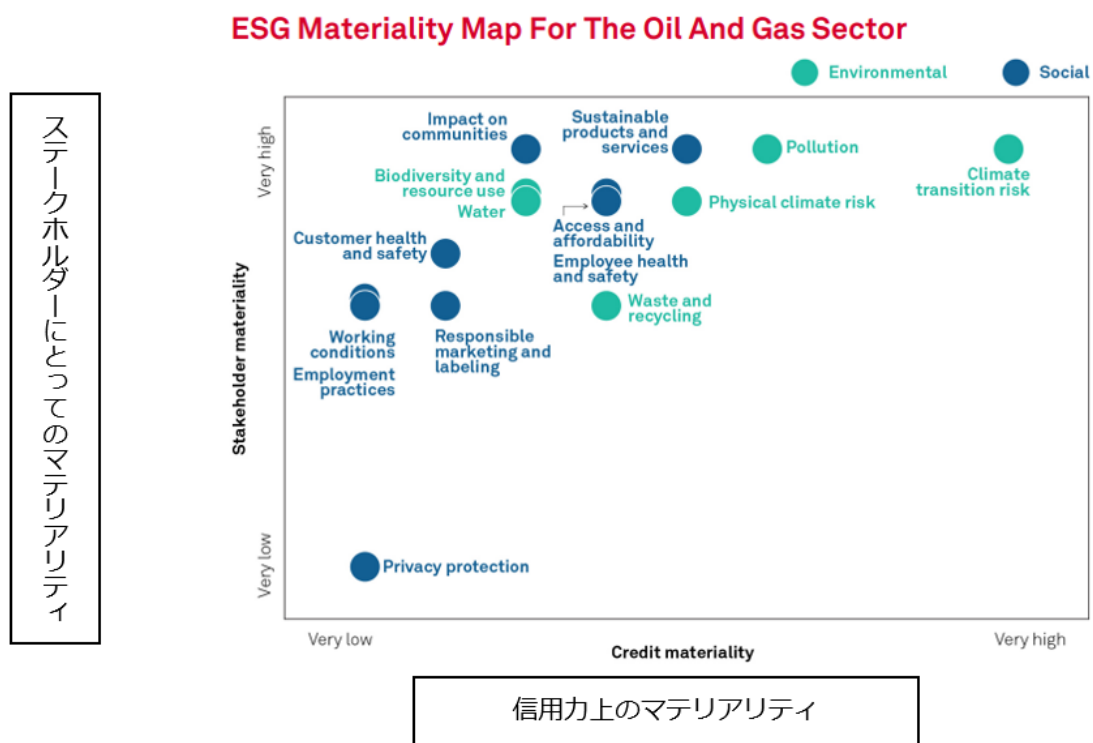
出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG Credit Indicator Report Card : Oil And Gas Upstream And Refining」, Nov. 24, 2021

5) マテリアリティ・マップ

他に,2022年5月からはセクター毎に「マテリアリティ・マップ」という情報を出している。ステークホルダーにとって重要であるとともに、

事業体の財務上も重要なインパクトを持ちうる E と S 要因をセクター毎に特定し,相対的なマテリアリティ (重要性) を概念的に整理して示したものである。

図6 マテリアリティ・マップ (石油ガス業界の例)



出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG Materiality Map Oil And Gas」, May 18,2022

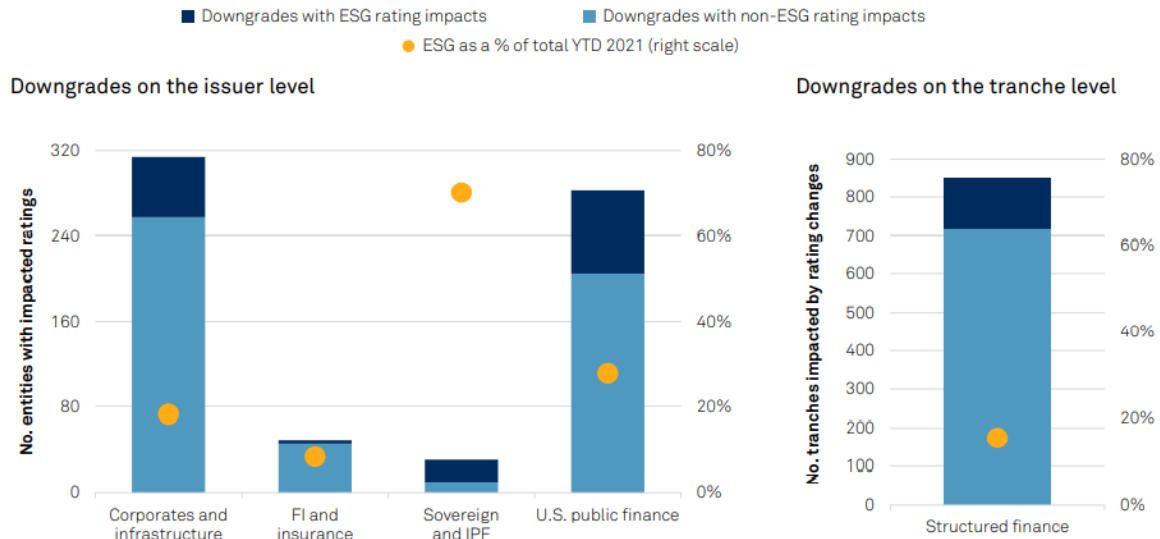
マッピング図では縦軸にすべてのステークホルダーにとってのマテリアリティ,横軸に信用力上のマテリアリティをとっている。例えば,石油ガス業界の例(図6)では左上にプロットされる項目が多い(例:労働環境,水の利用,コミュニティへの影響など)。これは,すべてのステークホルダーにとっては重要な要因であるものの,信用力への影響という意味では相対的な重要度が低いという要因が多いということを示している。信用格付けのアナリストとしては,相対的に信用力上のマテリアリティが大きいと思われる要因(例:気候変動にかかる移行リスク,汚染など)について,重点的に発行体とコミュニケーションをしていくことになるだろう。

3. ESG と格付けアクション

ESG の要因は実際どの程度格付けアクションに影響しているのか。2021年にはESG 要因がドライバーとなった格付けアクション(格付け・アウトルックの変更,クレジットウォッチへの掲載)はグローバルで550件だった。うち約8割の451件はネガティブ方向のアクションであった。

要因別ではSが一番多かった。新型コロナウイルスによるパンデミックをS&Pは社会的要因の「健康・安全」と結び付けていることを踏まえ,コロナ禍により直接的影響を受けた格付けアクションをS要因と分類していたためと考えられる。

図7 格下げのうち ESG 要因によるもの（紺色（濃色部分））とよらないもの（青色（淡色部分））
（2021年1月-12月）



注：2021年1月から12月の格下げ。ストラクチャード・ファイナンスの債券・トランシェを除いては発行体ベース（子会社を除く親会社のみ）。

出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG In Credit Ratings Newsletter January 2022」, January 27, 2022

図7はセクター毎の格下げのうち、ESG 要因によるものとそうでないもの、ESG 要因がドライバーとなった格下げの比率を示す。ソブリン・IPF（公的部門）を除き、格下げのうち、ESG 要因がドライバーとなった比率は、全格下げの2割前後となっている。ソブリン・IPFではESG 要因による格下げ比率が他のセクターよりかなり高い。これは、コロナ禍による経済・財政へのダメージ（S 要因）や、特に途上国においての個別のガバナンスの問題の発生（G 要因）などを反映している。

ESG 要因がその格付けアクションの主要ドライバーとなっている場合、S&P はドライバーとなっている ESG の特定の項目を格付けアクションのリリースなどの公表物に記載し、説明を加えている。

4. まとめ：格付け会社の今後の課題

こうした ESG への取り組みは、振り返れば格付け会社の歴史の中でも一つの大きな転換点となるのではないかと。S&P としても対応を進める中、格付け会社の今後の課題も明らかになりつつある。

まずは、アナリストのアップスキルである。ESG の重要性が増し、説明の透明性が求められるなか、アナリストは非財務情報についても、必然的に知識や分析力を付けていく必要がある。実際、S&P でも特にこの2-3年はEやS、サイバーリスク関連の研修等に時間を費やしている。また、ガバナンスに関しては伝統的に独立した評価要素としてきたが、潜在的なリスクをとらえる重要性は増している。近年ガバナンスに対する市場の期待値も高まっていることに加え、情報公開も進んできたため、問題が起こった場合のインパクトも増している感がある。

二点目として,ESG の影響について透明性を高めるため,格付け会社の説明や開示等にも工夫が必要である。一方で,多岐にわたる ESG 要素の複雑さ,データの制約や時間軸の長さなどにおいて,定量的に説明を行うことは難しい。企業の開示も進んできてはいるが,質量,比較可能性などの面で,データ整備などの前提が整う必要もあるだろう。また,格付け会社が格付けを付与すること以上に,ESG に関連してどのような説明を行うことが正解なのかは,市場の要請に合わせて変わっていく可能性もある。

三点目として,具体的な金融商品の評価においても,考え方の整理が必要となってきた。例えば,サステナビリティ指標で金利が変動するような債券はどこまで格付けできるのか。また,そのような商品がハイブリッド債であれば,資本性は評価できるのか,といった検討をする必要がでてきている。最後に,「信用格付けの中の ESG」と,いわゆる「ESG 格付け」の違いについて繰り返し説明をする必要があると感じている。この二つは,先の ESG の原則の考え方にあるように,評価のスコープが異なるが,混同されがちである。

これらの課題認識を持ちつつも,ESG 関連の分析の質を高め,透明性をもって市場へ情報提供することが格付け会社の役割であると考えている。今後もデータや企業開示の整備,制度面の進化などを踏まえつつ S&P も対応していくことになるだろう。

参考文献

- European Securities and Markets Authority , 「Final Report Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Rating Agencies」,2019年7月18日
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320_final_report_guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies.pdf
- S&P グローバル・レーティング, 「一般格付け規準:信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス (ESG) の原則」,2021年10月20日
<https://disclosure.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/delegate/getPDF?articleId=2812423&type=COMMENT&subType=CRITERIA>
- S&P グローバル・レーティング, 「格付け規準 | 事業会社 | 事業会社の格付手法」,2013年12月20日
<https://disclosure.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/delegate/getPDF?articleId=2774481&type=COMMENT&subType=CRITERIA>
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG In Credit Ratings Newsletter April 2022」,2022年4月21日
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG Credit Indicator Report Card : Autos」,2021年11月20日
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG In Credit Indicator Report Card : Oil And Gas Upstream And Refining」,2021年11月24日
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG Materiality Map: Oil And Gas」,2022年5月18日
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG In Credit Ratings Newsletter January 2022」,2022年1月27日