

## 信用格付における ESG 要素の考慮の必要性

株式会社日本格付研究所（JCR）は、2017年9月15日に、国連責任投資原則（UNPRI）が実施する Initiative on ESG in Credit Ratings Statement に署名しました。JCR はこれまでも CSR などの要素を信用格付（格付）に反映させてきましたが、今回の署名を契機に、格付における ESG（環境・社会・ガバナンス）の要素（ESG 要素）の考慮の必要性について、現状を整理し説明することとしました。

### 1. はじめに

JCR ではこれまで、CSR（企業の社会的責任）の観点を取り入れるかたちで、ESG に関連する事項を格付に織り込んできました（2004年12月28日付ニュースリリース「CSR（企業の社会的責任）の格付け上の位置付けについて」等ご参照）。近年では、「コーポレートガバナンス・コード」と「スチュワードシップ・コード」の2つのコードが定着し、事業活動、投資行動が変化しつつあります。ESG の概念に関する理解も広まり、対応を進める事例が目立ってきています。欧米をはじめとする各地域では、日本に先行して ESG 投資の動きが活性化しており、グローバル化が進む日本企業では特に ESG に関する取り組みが強化されています。

JCR が定める格付方法の様々な項目を評価する際にも ESG 要素を考慮する必要があります。本稿では ESG 要素の観点からまとめ直し、改めて具体的にどのような事項が格付に影響を与えるかを説明します。

### 2. 総論

JCR では、ESG 要素が信用格付に影響を与える可能性に関し、次の事項に留意しています。

- ・ ESG 要素が発行体の持続可能性に影響を与えること
- ・ ESG 要素が債務償還に必要なキャッシュフロー創出力に影響を与えること
- ・ ESG への取り組みが資金調達力に影響を与えること

ESG 要素のうち、3年程度の範囲内で顕在化する可能性が高いものを、JCR は格付に織り込みます。これは、JCR が、先行き3年間程度の債務者の状況および事業環境を展望して格付を決定しているためです。

JCR では、発行体の一般的な情報開示を通じ、ESG に関する発行体の状況を把握しています。しかし、多くの日本の発行体が ESG 関連情報の開示に関し、内容充実に向けた検討を重ねている状況にあり、現状では十分な情報開示に至っていない例も多くあります。これを補うため、JCR では、マネジメントインタビューなどを通じて、より詳細な情報入手、正確な理解に努めています。特にガバナンスのあり方などを確認するにあたっては、マネジメントインタビューの重要性が高いと考えています。

### 3. 発行体の持続可能性への影響

JCR では債務者の債務全体を包括的に捉え、長期発行体格付を付与しています。長期発行体格付は、ゴーイングコンサーンとしての債務者の信用力についての評価であり、債務者が継続して事業を続け、債務償還に必要なキャッシュフローを継続的に創出できるかの評価です。ESG 要素は債務者の事業継続性と関連性が高いため、この点から ESG に関する評価は格付上軽視できなくなっています。

企業経営には様々なリスクを伴います。その中には ESG 要素に対し前向きに取り組むことでコントロールできるものもあります。こうしたリスク管理の点でも ESG 要素は企業の持続可能性に関連しています。

#### 4. 発行体のキャッシュフロー創出力への影響

格付は「格付対象となる債務について約定通り履行される確実性」を示したもので、返済原資となるキャッシュフローを評価することが重要です。JCRでは、ESG要素について次のように整理しています。

##### (1) Environment（環境）

環境に関する事項については、産業特性そのものに対する評価と、個別の企業ベースの評価の両面からアプローチする必要があると考えています。

事業展開の中で温暖化ガス排出量が多いなど環境対応を迫られる業界では、排出量削減、製品の環境貢献を進める他、中長期的には事業ポートフォリオの転換を求められる可能性があります。こうした業界では事業構成やキャッシュインのあり方そのものが抜本的に変化する可能性がある点に留意していますが、格付にあたっては、当面3年程度の期間に顕在化するリスクに主眼をおいて評価しています。

個別企業の取り組みについては、キャッシュイン、キャッシュアウトについて次のように精査しています。

キャッシュインの面では、環境への配慮を重視する消費者や企業が増えつつあることを踏まえ、環境に配慮した製品・サービスの有無、その競争力などに着目します。

キャッシュアウトの面では、環境対応のコスト負担の大きさを確認します。特に、製造業では、原材料調達、生産工程における排出物などに関し、環境的配慮を求められ、厳しい規制の影響を受けることも多くなっています。こうしたことへの対応には原料転換、設備投資、研究開発投資など一定のコストが必要になっています。

##### (2) Social（社会）

企業は単独で存続しているのではなく、多くのステークホルダーとの関係の中で成り立っています。株主、取引先、消費者、従業員など、ステークホルダーとの関係を適切に維持することは、企業の円滑な事業展開に不可欠となっています。

特に、近年は人手不足が顕著となる他、労働環境の改善に関する社会的要請が強くなっており、これらの点での取り組みが企業の競争力、キャッシュフロー創出力を左右するようになってきました。

##### (3) Governance（企業統治）

企業が持続的に事業を展開するには、経営に関する意思決定の透明性、子会社も含めた適切な管理・監督、コンプライアンスの徹底がますます重要になっています。

事業活動のグローバル化が進む一方、外部環境は短期間に大幅に変動することも多く見られます。こうした環境下、大型投資などに関し、迅速で正確な意思決定を行うためには、十分な議論を確保する、経営の仕組みづくりが不可欠です。的確な経営判断がキャッシュフローの適切な配分、投資につながり、将来のキャッシュフローをもたらすと考えられます。

また、海外子会社をはじめ子会社の不祥事が散見されるようになってきました。不適切なキャッシュアウトを抑制するためにも、子会社を含め業務遂行の正確性確保に向けた仕組みづくりの重要性が増しています。

さらに、近年はコンプライアンスに関しても一層厳格な対応が求められるようになってきました。コンプライアンスに関する不祥事は様々な面で事業展開、キャッシュフロー創出に悪影響を及ぼします。このため、正確で具体的な社内規則を制定するのはもちろん、社員の意識改革をはじめ、規則が適切に運用される仕組みづくりも必須となっています。

## 5. 発行体の資金調達力への影響

企業が継続的に事業を展開するにあたり、円滑かつ適切な資金調達が不可欠です。格付上も、資金調達力は重要な評価項目になっています。近年、投資家が投資判断を下すにあたり、ESG 要素の重要性が増しているため、ESG への取り組みが資金調達に与える影響も増加しています。

## 6. ESG に関連するリスクイベントが格付に与える影響

ESG に関連するリスクイベントが定性・定量評価の両面で格付の変更要因となりうる例も出てきています。このため、JCR では、常にリスクイベントの有無をモニタリングし、イベントが発生している場合には、その概要と影響の大きさを把握して格付に反映させています。

評価項目やその重要性は個々の案件ごとに異なりますが、主な確認事項の例として次のような項目が想定されます。

(例)

- ・原因究明、再発防止に向けた取り組みが適切に進められているか
- ・規制、処分などにより事業展開が制約されないか
- ・レピュテーションの悪化が減収や競争力低下につながらないか
- ・損害賠償、補償などに伴い多額のキャッシュアウトが発生しないか
- ・改善策が大幅なコストアップを伴わないか
- ・金融機関取引の悪化などにより、資金調達に悪影響がないか

(担当) 涛岡 由典

### 留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であることを問わず、当該情報の正確性、結果的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であることを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っており、JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

### NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会が定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1) 金融機関、ブローカー・ディーラー、(2) 保険会社、(3) 一般事業法人、(4) 政府・地方自治体。

### 本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

## 株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル