

信用格付における ESG 要素の説明の充実と考え方ー「発行体レポート」で ESG 要素に関する説明を開始

株式会社日本格付研究所（JCR）は、ESG 要素（環境、社会、ガバナンスに関わる要素）に関するクレジット投資家の関心の高まりを受け、一般事業法人、金融法人および不動産投資法人につき、信用格付（格付）における ESG 要素の考慮に関する説明の取り組みを強化することとしました。以下に JCR の最近の取り組みの概要と、格付における ESG 要素の考慮についての考え方をご説明します。

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 に署名しています。近時は投資行動における ESG 要素の考慮や組み入れが急速に進んでいますが、JCR においても、ESG 要素をシスマティックにかつ透明性をもって考慮するよう促す同 Initiative の各種目標に積極的に取り組む方針です。

■説明

1. 「発行体レポート」での ESG 要素への言及

- (1) JCR では 2020 年 1 月から、一般事業法人、金融法人および不動産投資法人につき会員向け有料格付情報サービス RatingEye で提供するクレジット分析レポート「発行体レポート」において、対象となるすべての発行体につき、ESG 要素に関する説明のセクション（ESG 説明欄）を設けることとした。ESG 説明欄は、1 月以降に更新または新規に公表される発行体レポートから順次、掲載していく。
- (2) ESG 説明欄においては、特定の ESG 要素が足元の信用格付（本文書においては信用格付の見通しを含む。）の主要な下支え要因や制約要因となっているわけではない場合でも、信用力に一定以上の影響を及ぼしていると考えられる場合や、長期的にみてポジティブ・ネガティブ要因になりうる場合は、その概要と JCR の見方を記述する。また、信用格付への影響度が低いと JCR が考える場合であっても、クレジット投資家の関心が非常に高い場合には言及するよう努める。なお、すでに現在の信用格付の主要な下支え要因または制約要因となっている、あるいはなりうる場合は、当然ながら評価や考え方をニュース・リリースにおいても説明する。
- (3) ESG 要素が個別の発行体に特有の要素として信用力に大きく影響しているケースは現時点では必ずしも多くないと考えられる。このため ESG 説明欄においては、発行体が属する業種全体に共通した記述が占める割合が多くなるであろう。個別の発行体に特有の記述は、必要ある場合にのみ記載する。

2. 考慮対象となる ESG 要素

- (1) 信用格付において考慮する ESG 要素は、信用格付が評価する、発行体または金融商品にかかる債務償還の確実性に影響を及ぼすものである。JCR は、ESG 要素が債務償還の確実性を支える①持続可能性②キャッシュフロー創出力③資金調達力の 3 分野への影響を及ぼす可能性が高いことに留意して、考慮対象とする ESG 要素の洗い出しを行う。具体的には、規制、技術革新、競争環境、商品・サービス需要、原材料確保、人的資源確保、係争・訴訟、レピュテーション、資産価値、資金調達環境、リスク管理などに関連する要素が主に考慮の対象となる。
- (2) ESG 要素の洗い出しはまず業種ごとに行い、そののちに個別発行体について行う。同じ ESG 要素であっても、業種の違いによって、あるいは同業種の発行体の中でも事業内容や戦略の違いによって、評価上の重みは異なる。考慮する要素と評価上の重みづけは、当然ながら事業環境や社会認識などの変化に伴って変化し、考慮すべき要素を新たに加えることもある。

3. ESG要素の取り扱い

- (1) JCRは信用格付において、事業基盤と財務基盤に大きく分けて発行体を評価している。事業基盤と財務基盤は、規制、技術革新、競争環境、商品・サービス需要、原材料確保、人的資源確保、レピュテーション、資産価値、資金調達環境、リスク管理など、より細かい評価項目を検討して評価される。ESG要素はESGに関連しない他の要素とともに、これらの評価項目の検討の材料として考慮される。JCRは信用格付に関連するESG要素を注意深く洗い出し検討を加えるが、ESG要素のみを他の要素から区別し独立して信用格付に反映させるという方法はとっていない。例を挙げると、事業基盤に関する評価項目の一つである技術力の評価は、ESG要素である環境汚染防止技術の影響を、ESGに関連しない技術、たとえば製造コスト低減技術の影響などととも、総合的に検討することで行う。
- (2) JCRでは、先行き3年程度の発行体の事業環境や財務状況を展望して信用格付を決定している。したがって、ESG要素から生じるリスクと機会についても、先行き3年程度の期間で、発行体の持続可能性、キャッシュフロー創出力、資金調達力に無視できない影響を及ぼす可能性が高いものについて、信用格付への反映を検討することになる。
- (3) JCRは信用力に影響しうるすべてのESG要素を洗い出すが、各要素の信用格付への反映のさせ方は、事業基盤や財務基盤に及ぼすインパクトと影響の顕在化時期によって異なる。ESG要素の信用格付における取り扱いの目安は次のとおりである。

- 分類1：インパクトが大きく、かつ影響がすでに及びまたは及びつつある場合

ESG要素が、現時点で事業基盤や財務基盤に大きな影響を及ぼしている、あるいは3年以内に大きな影響を及ぼすことがある程度の確度をもって予想できる場合は、当該ESG要素は信用力の下支え要因または制約要因として信用格付に直接反映することとなる。この場合、発行体レポートとニュース・リリースの両方において、当該ESG要素の評価や考え方を説明する。

- 分類2：インパクトが大きいとは言えないが、ある程度の影響がすでに及びまたは及びつつある場合

ESG要素が3年程度の範囲内で信用力にある程度影響を及ぼすものの、そのインパクトが大きいとは言えない場合、当該ESG要素は信用格付の主要な下支え要因または制約要因とはならないが評価を構成する一要素として位置付けられる。この場合、発行体レポートのESG説明欄において当該ESG要素につき概要とJCRの見方を説明する。

- 分類3：インパクトは一定以上だが、影響が顕在化するまで長期にわたる場合

3年以上の長い時間の経過とともに信用力への影響が顕在化する可能性があるESG要素については、事業基盤や財務基盤に影響が及ぶ時期やインパクトを一定以上の確度で予見できれば、評価を構成する一要素として信用格付に反映させる。しかし、このようなESG要素の事業基盤や財務基盤への影響を一定以上の確度をもって見積もることは困難であることが多い。このことはESG要素自体の不確実性だけでなく、発行体の将来対応にかかる不確実性にも由来する。たとえば、キャッシュフローへのマイナス影響が予想されるような要素については、リスクが発現するまでの間に発行体が対策を講じることで、長期的にマイナスのインパクトを緩和できる可能性がある。こうした場合、JCRは当該ESG要素を信用力評価には直接反映させず、長期的なポジティブ/ネガティブ要因（下支え要因/制約要因となりうる要因）として認識し、動向を確認していく。そして、発行体レポートのESG説明欄において当該ESG要素につき概要とJCRの見方を説明する。

- 分類4：インパクトは一定以上だが、影響の顕在化は偶発的・突発的となる場合

偶発的・突発的に信用力への影響が顕在化する可能性のあるESG要素については、リスクや機会を事前に信用格付に直接的に反映させることが難しいものが多い。しかし災害、事故、不祥事などのかたちで顕在化するESG要素については、顕在化の時期は特定できないが備えがなければいずれかの

時点での顕在化が避けられないものがある。ある程度の事前対策が必要かつ可能である場合、対応策の有無やその内容を信用力評価に織り込む。その際の考慮の程度は、顕在化の蓋然性とインパクトの大きさによるが、インパクトが大きい場合は、信用格付の主要な下支え要因または制約要因として格付に反映させることもある。いずれにせよ、発行体レポートの ESG 説明欄において当該 ESG 要素につき概要と JCR の見方を説明することとなる。

4. 主な ESG 要素についての現在の見方

(1) 環境

JCR では気候変動（温暖化）につき、少なからぬ業種の信用格付に重要な影響を及ぼしうるものと認識している。もっとも、直接的な影響については、大規模災害による突発的かつ一時的な被害を除けば、製品やサービスの需要といったキャッシュフローへの影響は多くのセクター・発行体で緩やかに進行していくとみられる。このため、3 年程度の格付のタイムホライズンの中ではインパクトは限定的なものとなるケースが多いと考えられる。間接的な影響に関しては、気候変動に対応するための低炭素化・脱炭素化の動きに伴うリスクと機会を考慮している。特にリスク面では、環境規制の強化が続くと見込まれる中、規制対応コストが増大することで、事業の競争力や関連資産価値の低下につながり、個別発行体だけでなくセクター全体の事業リスクを高める可能性がある。また、環境負荷の大きい事業の継続、環境負荷軽減への対応不足などから、ESG の視点を重視する金融機関や投資家からの資金調達に影響が生じることが予想される。現時点ではこうした動きが急速に進行すると JCR は考えていないが、長期的にはリスクの増大や顕在化は避けられないとみており、キャッシュフローや財務への影響を慎重に見定める方針である。

(2) 社会

様々なステークホルダーとの関係を適切に維持することは、発行体の円滑な事業運営に不可欠である。社会要素にかかるリスクが顕在化した場合、発行体のレピュテーションは低下し、様々なかたちでキャッシュフローや財務に影響を及ぼす可能性がある。製品・サービスの品質管理面では、安全上の欠陥、品質データの改竄といった問題がしばしば生じ、顧客からの信頼を含む事業基盤が大きく毀損されるケースが散見される。労働環境の厳しさに端を発する人手不足が、発行体の競争力や業界全体のサービスの需給に影響を及ぼすケースも想定される。訴訟リスクも評価上の重要な要素になり得る。グローバルに活動する発行体では海外で巨額の補償金や賠償金を求められるケースもみられる。そのようなケースについては結審時期や賠償額など不確定要素はあるものの、ワーストシナリオやその蓋然性を検証し、評価への織り込みを検討する。一方、社会的弱者への商品・サービスの提供など、社会要素に注目した事業は、未開拓の市場の開拓など、事業基盤にポジティブな面を有することが少なくない。既存市場の成長が頭打ちになっている業種などではこのような社会要素に着目した事業が局面の打開に重要な意味をもつことがありえよう。

(3) ガバナンス

企業統治や内部統制といったガバナンス要素については、従来から経営全般に影響を及ぼす重要な要素として、JCR では経営陣とのミーティングでの聴取事項なども含めて、定性的・定量的に格付に織り込んできた。特に支配株主や経営トップの交代時は、企業統治や内部統制に関する考え方の確認を重視してきた。良好な企業統治と内部統制のもとでは適切な意思決定により健全なキャッシュフローサイクルが確立される可能性が高い。他方、企業統治や内部統制が不全であれば不正会計やカルテル行為、コンプライアンス違反などの不祥事で、顧客や取引金融機関などステークホルダーの信頼の喪失を含む長期にわたる損失が発生しうる。環境要素、社会要素の中には、発行体の状況対応力やリスク管理能力などを通じガバナンスに左右されるものも多いためと考えられ、ガバナンス要素は相当範囲の広い概念として考慮する必要があると JCR は考えている。

(担当) 炭谷 健志・殿村 成信・青野 恭久

■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んを問わず、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ます。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の定める 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