

# エグゼクティブ・サマリー

「PRI 信用格付における ESG に関するイニシアティブ」は、システム・レベルの変更を促進しています。この規模でこの種のものとしては初めての取り組みとして、投資家や信用格付け機関(CRA)の信用リスク分析の専門家が環境(Environmental)、社会(Social)およびガバナンス(Governance)のESGトピックについて協議するため終了しています。2017年の「[変化する展望 ESG、信用リスク、格付け 第1部 現状](#)」の発行後、PRIは一連の円卓会議を開催し、そこから得た知見が本報告書の基礎となっています。

ESG要因は、信用リスク分析にとっては目新しいものではありませんが、債券投資家による明確かつ体系的な考慮となると、馴染みのないものです。また、気候変動などのESG問題が金融市場にとってのシステムック・リスクとなり得るといった認識が高まる中、ESG要因に対する政策立案者の関心も高まっています。

ESG要因が信用リスクに与える影響を予想すること、債券発行体のESGエクスポージャーの評価との差異を評価することの違い、あるいは規則に基づく投資(除外など)などに対する誤解に対処するため、継続的な対話が始まっています。また、調査や組織的な変革、さらには透明性に関連する取り組みやESG要因についてのより明確な言及(ESG要因が格付け行動に役立つ場合)を通して、CRA(特に、大手機関)が実現している進展も注目されています。ESGリスク評価に特化した、あるいは、信用力の分析を強化している新興CRA(新興CRAの一部はまだ規制対象外)も、ようやく注目を集めるようになってきています。

円卓会議の出席者が概ね同意しているのは、債券資産においてESG要因を考慮することは主にダウンサイド・リスクの管理手段であるものの、リターンの増大または相対的なバリュート投資戦略を強化し、債券保有者エンゲージメントの重要性を強調する上でますます有益になってきているということです。クライアントからの要請が高まるに連れ、商業的圧力も強まっています。

円卓会議は、報告書シリーズの第1部で特定した、投資家とCRAの4つの「ギャップ」を中心に構成されました。しかし、協議の結果、単なる「ギャップ」以上のものが明らかになりました。これらは、双方の信用リスク分析の専門家がESGの考慮をより明確に、またはより厳格に行おうとする際に直面する共通の問題です。以下にその主なものを挙げます。

## 信用リスクにとってのESG要因の重要性

- 従来、信用リスク分析においてはガバナンス要因の評価が中心となってきましたが、環境要因および社会要因の考慮に対する

体系的なアプローチを正式なものとするについては、双方とも初期段階にあるということ意見が一致しています。これらがどこに関係するのか、そして、これらがバランスシートやキャッシュフローの予測にどう影響する可能性があるのかを評価するには、更なる取り組みが必要です。経営陣の監督が不十分であることが暴露され、(従来の財務測定基準が悪化する前であっても)信用状態の悪化が潜在的に予想されること等、これらを初期の指標として使用することの価値について、参加者は協議を行いました。

- 信用リスクの観点から見たESG問題の重要性は、当該組織、そのセクターや地理的位置、債券の種類や特徴など、数多くの要因によって変わります。また、環境分野では、物理的リスクと移行リスク(方針策定など)の違いを見極めることの重要性が強調されています。

## 考慮すべき期間

- 信用リスク分析においてESG要因を評価する際、適切な期間を特定する確実な方法というものはありません。しかし、参加者は、ガバナンスの質およびビジネスモデルの持続可能性の評価を改善するため、将来の環境・社会方針についての洞察を収集するメリットについて検討しました。
- 信用リスク分析でのESG考慮で大きな障害となるものとしては、ESG要因の多面性による非財務要因のモデル化およびデータの相互依存性の捕捉の難しさが指摘されました。特に、次に挙げるものの相互作用に関して注意が喚起されました。1) ESGリスクに影響しがちな長期の構造的トレンド。2) ESG関連事象が現実のものとなる蓋然性およびその時期。3) これらの事象が繰り返し起こるリスク。4) これらが発行体の信用基盤に与える影響、並びにこれらが企業の売買および画期的な技術の導入や画期的な技術への対応により、自己のビジネスモデルを調整する発行体の能力に与える影響。

## ESGに対する組織的なアプローチ

- 投資家およびCRA双方において(特に、経営幹部の了承がある場合)、専門知識やリソースが向上していることが、円卓会議へのCRAの参加および支援の度合いから明らかです。しかし、クレジッタナリストに体系的にESG要因を考慮させるための正式な枠組みについては、まだ開発途上です。その他の取り得るアプローチ(社内でのスキル育成、外部の専門知識のインソーシング、臨時のアウトソーシングなど)についても検討しました。

- 内部に存在する惰性を克服することも障害となっています。一部の投資家や CRA が進展している一方、その他の市場参加者にとっては、障壁を打ち破り、通常とは異なる業務慣行に対処し、内部の了承を得るといのは難題です。ESG の価値を明らかにすることに関し、どうアナリストを動機づけ、最高の働きをしたアナリストの功労にどう報いるのかというのも難しい問題です。なぜなら、企業の戦略が目に見える結果を出すまで、あるいは、危機的事象が現実化するまでには何十年もかかる可能性があるからです。

## コミュニケーションと透明性

- 特に ESG に関するコミュニケーションや透明性は、有意義なアウトリーチやエンゲージメントが欠如していたこともあり（現在では改善されてきています）、最近まで限定的でした。投資チェーンの様々なレベル（投資家と CRA の間だけでなく、アセット・オーナーと資産運用会社、そして最終的には債券発行体との間）においてギャップが存在します。一部の CRA が自己の手法や調査において ESG 要因の透明性を高めていること、そして、その結果として格付けが変更されていることに気づいている参加者はほとんどいませんでした。
- 格付けをどう提示し、長期的なリスクをどう発信するか等、CRA のコミュニケーションの改善方法に関する選択肢がいくつか検討されました。格付け意見内に独立した個別 ESG の項を設けることから、セクターやシナリオの分析まで多岐にわたる意見が出されました。統合されているけれども、証明することが難しくなるビルトイン・アプローチの長所と短所を、アドオン・アプローチと比較検討しました。出席者は発行体の ESG データ開示の強化における自己の役割について熟考しました。

円卓会議から得た見解は、ESG 要因が信用力の評価にどう影響する可能性があるのかを示す CRA の信用格付け意見や最近の調査の例、並びに 8 件の投資家事例研究で補完しています。本報告書にはフランクフルトの円卓会議で焦点となった自動車セクターに関するセクションがあります。自動車業界は、企業の信用リスクにおける ESG 要因間の相互依存性を示す好例となっています。参加者には円卓会議に出席する前にアンケートへの回答を頼んでいましたが、本報告書は最終的に、この[アンケートの結果](#)により裏付けられています。

フォーラムでは、企業の信用リスクにおける ESG 要因に焦点を合わせましたが、アセットクラスの検討、企業と国に対する信用リスクの違いにも言及するようになりました。本シリーズ第 3 部では、これらについて報告するとともに、信用リスク分析の専門家が直面している問題に対処するために登場し始めたソリューションについても検討していきます。

PRI の取り組みに関するフィードバックは引き続き歓迎します。「信用格付における ESG に関するイニシアティブ」の推進にご協力をお願いします。