MOODY'S
INVESTORS SERVICE

CROSS-SECTOR
RATING METHODOLOGY

環境・社会・ガバナンスリスク評価の一般原則

General Principles for Assessing Environmental, Social and Governance Risks Methodology

目次:

はじめに 1
本格付手法の適用範囲 3
ESG リスク評価に対する一般的なアプローチ 3
環境リスク評価の一般原則 8
社会リスク評価の一般原則 11
ガバナンスリスク評価の一般原則 14
付録 A:環境・社会・ガバナンスの発行体プロファイル・スコアを導出する 18
付録 B:ESG 要因の格付への影響を示す－ESG クレジット・インパクト・スコア 23
付録 C:ソブリンの発行体プロファイル・スコアとクレジット・インパクト・スコア 25
ムーディーズの関連リサーチ 31

コンタクト:

東京 03.5408.4210

本格付手法は 2019 年 1 月発行の格付手法 "General Principles for Assessing Environmental, Social and Governance Risks"(日本語版 2019 年 2 月発行「環境・社会・ガバナンスリスク評価の一般原則」)を代替するものである。今回のアップデートは、環境・社会・ガバナンスリスクのセクターに基づく分類、およびムーディーズの分析において通常最も重要とされる各考慮事項を説明するものである。さらに発行体または取引が内包する E、S、G のリスク(及びこれらの緩和要因)、または E、S、G のエクスポージャーが信用力に与えるポジティブな要因についてのムーディーズの見方を示すため、E、S、G の 3 つの各要素についての発行体プロファイル・スコア(IPS)を今回より導入した。また、ESG 要因がどのように発行体または取引の格付へ影響するかについての定性的な評価を示すため、総合的な ESG クレジット・インパクト・スコア(CIS)を導入した。ソブリンの IPS の評価を導く上での定量・定性分析、および CIS の導出方法についての追加的詳細も加えている。IPS および CIS は、今後、発行体および取引毎に示していく予定である。

はじめに

本クロス・セクター格付手法では、ムーディーズのあらゆるセクターに関するグローバルな信用分析における、環境(E)・社会(S)・ガバナンス(G)、総称して ESG のリスク評価の一般原則について述べる。

ムーディーズは、ESG に関する課題を含む全ての信用評価要因を格付に織り込み、そのリスクおよび関連する緩和要因について、予見可能な範囲で最大限、将来を見通すように取り組む。ESG リスクの重要性、時間軸、信用上の影響は大きく異なる。発行体のファンダメンタルな信用力の強さ・弱さにより、信用力への ESG の影響は軽減または増幅される可能性がある。ESG に関連するポジティブな側面が信用力を支える場合もある。

ムーディーズ SF ジャパン株式会社は、金融商品取引法の下で金融庁に登録された信用格付業者であるが、NRSRO(米国 SEC の登録を受けた格付機関)ではない。従って、ムーディーズ SF ジャパン株式会社の信用格付は、日本で登録された信用格付業者の信用格付であるが、NRSRO の信用格付ではない。

本格付手法では、全セクターの発行体および取引の信用力に影響を与えうる、現存のまたは発生しつつあるESGリスク分析の基礎となる一般原則を説明する。本格付手法では、さらにセクター別の格付手法で明示されていない ESG 要因をどのように検討するかについても説明する。「ESG リスク評価に対する一般的なアプローチ」のセクションで詳細に説明するが、ムーディーズの分析において ESG の考慮事項は様々な方法で捕捉される。場合によっては、セクター別の格付手法のなかで、こうした考慮事項がどのように特定のスコアカード要因やサブ要因のスコアリングに影響するか、あるいはスコアカード外のその他の考慮事項の一部となるのかを、より詳細に説明していることもある。ESG の考慮事項は、将来の信用力指標ないしシナリオ分析に反映されたり、定性的に反映される場合がある。

ESG の構成要素を分類し、ムーディーズが分析のなかで E、S、G それぞれのリスクのなかで、通常最も重要と考えるものなども明確にする。これらの基本的なリスク分類は、セクター別ないしクロスセクターにおいて幅広い ESG 考慮事項を一貫した方法で分析する上で有用な手段となる。

本格付手法ではまた、発行体または取引の E、S、G それぞれに対するエクスポージャーをムーディーズが示す際の枠組みについても説明する。ムーディーズではこれを E、S、G それぞれについての発行体スコア(IPS)と規定し、5 段階で示す。E、S、G それぞれのリスクないしポジティブな側面へのエクスポージャーの評価は、本格付手法で説明する ESG の一般原則に基づいており、これをスコア化することによって一貫した方法で評価を示すことができる。こうした評価は格付へのインプットとなる。今後付与していく IPS は、発行体およびセクター間のリスクとポジティブな側面を比較する際の一助となる。発行体プロファイルの共通の枠組みを付録 A に、ソブリンに関する追加的詳細を付録 C で説明している。本格付手法は、追加のセクターについて特定の発行体プロファイルの考慮事項を加えるために随時更新される可能性がある。

本格付手法では、ESG による発行体または取引のクレジット・インパクト・スコア(CIS)を導く際の枠組みについても説明する。ESG クレジット・インパクト・スコアは、発行体または取引の格付に対する ESG の考慮事項の影響の大きさを示すものである。CIS は、格付に重要とされる発行体のその他の信用上の要因としての ESG の影響を定性的に評価するものである。CIS は格付プロセスを経て決定される。

格付における ESG の考慮事項の重要性をどのように示しているかについては、付録 B で説明している。

本格付手法では次の順序で説明を進める。(i)本格付手法の適用範囲、(ii)ESG リスク評価に対する一般的なアプローチ、(iii)(a)環境リスク評価の一般原則、(b)社会リスク評価の一般原則、(c)ガバナンスリスク評価の一般原則。付録 A では、各 E、S、G の発行体プロファイル・スコアを導出する上での枠組みを示す。付録 B では、クレジット・インパクト・スコアを付与する場合についてその方法を説明する。付録 C では、ソブリンの E、S、G 発行体プロファイル・スコアを導く上でのアプローチを詳しく示す。

本件は信用格付付与の公表ではありません。文中にて言及されている信用格付については、ムーディーズのウェブサイト(www.moodys.com)の発行体のページの Ratings タブで、最新の格付付与に関する情報および格付推移をご参照ください。

本格付手法の適用範囲

本格付手法は世界の全セクターに適用される。

ESG リスク評価に対する一般的なアプローチ

ESG 要因の分類

ESG は、組織の持続可能性および事業・投資・活動に広く影響を与える、広範な定性・定量的要因を指す。その例には、企業の二酸化炭素排出量、経営陣または政府の説明責任が含まれる。ムーディーズでは、特に発行体の信用力に重大な影響を及ぼす可能性がある ESG 要因に注目している。

金融市場における ESG 要因の分類は必ずしも精緻ではない。これは、様々なステークホルダーが求めるものが多岐・多様であることが主因である。責任投資原則(PRI)およびサステイナビリティ会計基準審議会(SASB)等の制度・組織が、ESG の定義を独自に定めることを模索してきたが、包括的、検証可能で、広く受け入れられる ESG の単一の定義または指標は現時点では存在しない。ESG 要因の定義もまた変動的である。新たな情報(二酸化炭素排出の影響等)や認識の変化(プライバシーの定義等)により、社会が許容するものが変化するためである。ESG リスクとポジティブな側面の評価を分かりやすくするため、ムーディーズは、構成要素(E、S、G)と、各構成要素についてあらゆるセクターにおいて最も信用への影響があるとみられる ESG 考慮事項のカテゴリとサブカテゴリをそれぞれ定め、ESG の分類を体系化した。E については、公的・民間セクターそれぞれで共通なカテゴリとし、S と G については公的・民間セクターで異なるカテゴリを設けた。詳細については次のセクションで述べる。

ムーディーズの信用分析では、発行体または取引の信用力に影響を与えうる全ての重要な要因を、最大限に幅広く織り込んだ包括的な見方をするよう努める。その目的は、信用力に大きな影響を与える全ての要因を捕捉することにある [1]。ムーディーズは、それが ESG リスクとして分類されるか否かに関わらず、発行体および債務の相対的なデフォルトリスク、およびデフォルトが発生した場合の予想財務損失に影響を与える、全ての重要な信用上の要因に着目する。ムーディーズでは通常、ESG の考慮事項を様々な方法で織り込み、直接的または間接的にスコアカード要因や、分析モデルないし指標、あるいはより総合的にスコアカードやモデル以外のその他の考慮事項に反映させる。

ESG 要因の特性

ESG 要因は広範かつ移り変わる要素が合わさっており、発行体の信用プロファイルにおける重要性は、セクターによって大幅に異なる。例えば、ソブリンに大きな影響を与える ESG 要因は、探鉱会社に大きな影響を与える要因とは大幅に異なる。また一部の ESG 要因は発行体によって大きく異なり、一定の状況下でのみ、あるいは特定の格付手法スコアカードが適用される一部の発行体に対してのみ重要となることがある。

ムーディーズは通常、分析のなかで、企業によって異なる個々の ESG 要因が信用力に与える影響と、ESG 要因全体からの影響を考慮する。例えば、ガバナンスや従業員との関係においては優れているが、高水準の二酸化炭素排出量が信用力に与えるマイナスの影響力を相殺できない企業もある。ESG 要因間の相互作用が生じることもある。例えば、国の環境問題または政府の方針によって、社会不安のリスクや、経済へのマイナスの影響が増すことがある。

ESG 要因は個別または総合的に信用上のプラス要因よりリスク要因になることが多い

幾つかの ESG 要因は、アップサイドリスクよりもダウンサイドリスクのほうが大きいだろう。例えば、製品に健康や安全性の問題がある企業は、訴訟リスクから営業利益が圧迫されるかもしれないが、一方で別の企業が健康や安全性について優れた取り組みを実践していたとしても同等のメリットが信用力上得られるとは限らない。

[1] 信用力上、重要な考慮事項は、一部の市場参加者が、環境に配慮している、持続的成長を可能にする、または倫理的であるという観点から評価する全ての投資評価項目を含むわけではない。

ESG 要因は必ずしも常にネガティブというわけではなく、信用力を支える要因にもなりうる。ガバナンスが著しく強固な企業や政府は、360 度リスク評価や、十分な情報に基づいた意思決定方法といった経営上の文化を有することが多い。信用プロファイルにおいて重要な、ESG に関する強みが存在することは比較的少なく、スコアカード外の他の格付上の考慮事項として考慮されることが多いが、例外もある。一例が、ソブリンのガバナンスの強さを直接評価する、制度とガバナンスの頑健性である。その他にも、政府の政策の支援により、再生可能エネルギー事業者の事業プロファイルおよびキャッシュフローの安定性が支えられるといった例も挙げられる。

業界全体に影響があることが多い

同一セクターの発行体の ESG リスクへのエクスポージャーは、一部のセクターで稀に異なる場合はあるが、総じて同程度である。また、セクター内の発行体に共通する ESG リスクが、セクター格付手法の格付要因またはサブ要因の評価に反映されることもある。例えば、石油精製会社はいずれも二酸化炭素排出量の多い製品を販売しており、セクターの全発行体の長期的な需要、将来のキャッシュフロー、適切なレバレッジおよびカバレッジレシオの将来の見通しにその移行リスクが織り込まれる。発行体の低炭素社会移行リスクは、同じ石油精製業界のなかでも、そのエクスポージャーが著しく高い企業（非常に厳格な環境規制のある国・地域に所在する会社等）と、そのリスクが通常、十分に緩和されている企業（二酸化炭素排出量が小さく、収益性のある事業活動に分散出来ている会社等）の格付の間に有意な差を生みだす要因となる。

評価上の課題

多くの ESG 要因が信用力に与える潜在的な影響を評価するのは難しい。これは、多くの場合、その影響を標準化されず、また統一性のない複数の情報源から推察しなければならないことが多いためである。

ESG の考慮事項の信用力への影響の評価は、概して定性的な判断を伴う。例えば、発行体のステークホルダーが問題やイベントに対してどのように反応するかは予想が難しく、反応はセクターや国、地域などによって異なることがある。同じような ESG リスクに晒されていても、顧客や従業員、あるいは政策当局などの反応は、社会政治的背景の違いにより、異なる可能性があり、状況が違えば信用力への影響も違ったものになる場合がある。

環境・社会問題は、長期あるいは不確実な期間にわたって継続し（気候変動や人口動態等）、潜在的に多様な政策措置（二酸化炭素排出量規制や移民政策等）の対象となったり、景気動向に影響を及ぼしたりすることが多い。これにより、対象となる発行体の信用力に広範な影響が生じる可能性がある。

他の格付上の考慮事項と同様、ムーディーズは、将来の ESG のトレンドを予見できる場合に格付に織り込む。しかし多くの場合、将来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が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、リスクの原因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。例えば、期間が長くなれば、発行体は、状況変化に対してコストを低減し、新たな技術を適用し、ビジネスモデルや支出予算、バランスシートを調整する時間が得られるが、それが不可能な発行体や、有効な対処行動をとることができない発行体もある。

長期的なリスクは通常、2 つの一般的なカテゴリに分類される。すなわち、(i)人口動態変化のようにセクター全体にわたり影響を及ぼす可能性が高い（ただし発行体によって影響度合いは異なる）、広範なリスクと、(ii)通常、個別の発行体のみに影響を与える、発生確率は低いが発生時の影響が大きいリスク（イベントリスク）である。いずれのカテゴリでも、これらのリスクの影響は、時間経過とともに変化したり、顕在化することがある。自然災害や、重大な業務上の事故といったイベントリスクは、強固なバランスシートを備える企業にとっても圧倒的な脅威となりうる。

これらの特性は ESG に固有のものではない。セクターの信用分析には、本質的に不確実であったり予見可能性の低い要因の評価が含まれる。将来的に影響が広がり、不確実で、または非常に長期にわたるリスクは必ずしも評価できないが、短期的なリスクに対する耐性をもたらすファンダメンタルな信用力は、長期的なリスクの多くにも耐性をもたらす。

ムーディーズの格付はセクターおよび債務発行体の信用力に大きな影響を与える ESG 要因を反映する

ムーディーズの分析では、識別可能な全ての重要な ESG 要因が信用力に与える影響について、その影響が現時点で生じているか、将来的なものかを把握・評価する。これらの要因には、長期にわたる干ばつが地方自治体の税収や水道インフラに係る資本的支出に与える影響や、規制上の枠組みや ESG 関連の法律・方針・規制が、格付対象発行体およびセクター全体に与える影響なども含む [2]。また、発行体がとる緩和策や対処策も検討する。場合によっては、発行体の信用プロファイルにポジティブな ESG のトレンドを把握することもある。

格付に影響を及ぼすには、ESG 要因によるデフォルトの発生確率および信用損失が大きくなければならない。発行体は ESG に関する多数のリスクや機会に直面するが、その多くは、事業・財務実績への明白な影響がほとんどない。例えば、企業のボランティアやチャリティ活動、その他それに類する活動は、社会的価値を生み出すという点で重要だが、当該企業の財務の健全性や信用力に与えるプラスの影響は大きくない可能性がある。

ESG の特定の要素の重要性は通常、特定のセクター、発行体、または取引に固有のものである。例えば、大気汚染に関する排出基準は、自動車セクターにとっては重要な信用上の課題だが、メディア企業においては重要でない。特定のセクターの発行体が、同セクターに共通する ESG リスクに対処するための戦略は、一部の発行体では信用力の改善につながるが、それが悪化する発行体もある。

ESG 要因に対するムーディーズのアプローチは、他の重要な格付上の考慮事項に対するアプローチに類似する。すなわち、発行体のキャッシュフローや資産価値への長期的な影響、発行体の債務負担やその他の金融債務との対比でのキャッシュフローおよび資産の十分性と安定性、流動性および資本へのアクセスの可能性の評価が含まれる。将来のキャッシュフローの予見可能性も重要な考慮事項である。

例えば、事業会社の分析においては、製品の安全性や低炭素化社会移行リスクといった ESG 要因が、製品に対する需要、製造原価、設備投資のための資金調達の必要性といった格付要因に与える影響を検討する。また、これらの要因が時間経過とともに大きく変化する可能性も考慮する。金融機関については、ホールセール市場での資金調達へのアクセス能力や流動性、リスク許容度、資本水準、収益性といった信用上の要因にガバナンスや顧客との関係などの ESG 要因がどのように影響するかを考察するほか、こうしたガバナンス問題が発行体のビジネスモデルの持続可能性に与える影響を検討する。ストラクチャードファイナンス取引では、ムーディーズは通常、ESG 要因が裏付け資産の価値に与えうる影響を検討する。また、SPV のガバナンスが債券保有者にどう影響するかも考慮する。一方、ソブリンでは、気候変動などの環境問題の経済への影響や、汚職の抑制、法の支配などの社会・ガバナンス関連問題が GDP に与えうる影響を検討する。また、政府の信用力に関する要因のなかでも、政府の歳入・歳出の推移および安定性、ショックに対する政府の耐及性も検討する。

ESG 要因は様々な方法で格付に織り込まれる

ESG 要因が信用プロファイルにおいて重要な場合、ムーディーズではこれを格付分析に様々な方法で組み入れ、セクター別の格付手法に適用している。ムーディーズは全般的な信用分析の一環として、ESG リスクが、該当するスコアカードおよびモデルの定性的・定量的要因およびサブ要因にどう影響を与え得るかを検討する。ESG の影響は、例えば、事業プロファイル、制度の頑健性、規制環境といったスコアカード要因の定性評価に織り込まれる。十分な予見可能性がある場合、ESG 要因をムーディーズの予測に織り込んだり、さまざまなシナリオに基づくスコアカードによる結果において考慮したりすることがある。

ESG 要因がセクター別のスコアカードまたはモデルの指標に影響しない場合や定量化できない場合であっても、ムーディーズでは格付に重要な信用ドライバーの全体的な分析にそれら ESG 要因を織り込む。ESG リスクの予想される影響が、発行体のスコアカード指標で予測しうる期間を超える可能性

[2] 格付や格付アクションは、政策決定・変更を受けてのものであっても、政策の適切性に対する判断を示すものではなく、そうした方針が、発行体が債務を履行する能力にどう影響を与えるかについてのムーディーズの見方を反映したものである。

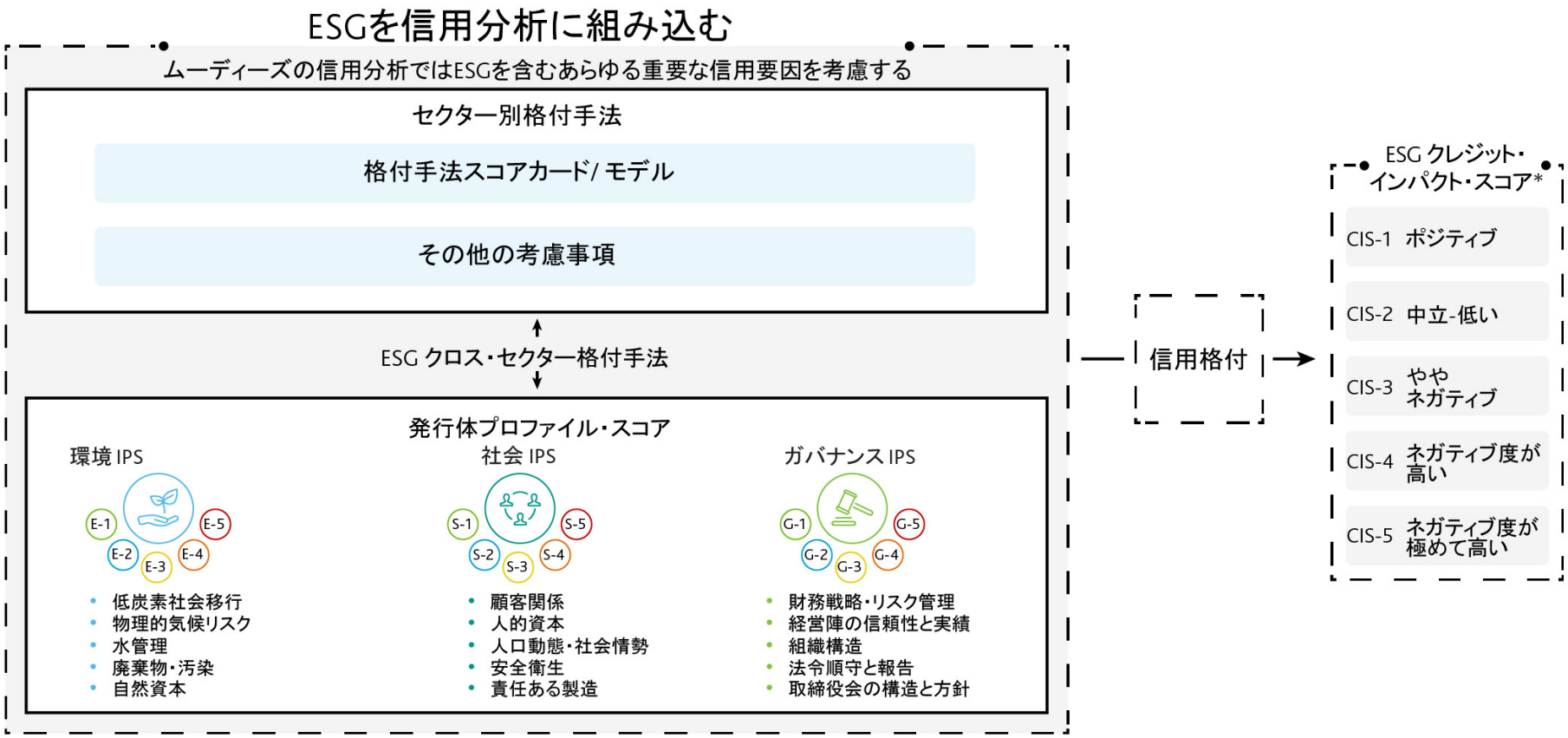
もある。また、リスクにより将来の結果の不確実性が大幅に高まることもあるが、それを相応の精緻度で予測するだけの十分な情報がないことがある。そのため、ムーディーズはこれらの ESG リスクをスコアカード外で定性的に織り込む。例えば、環境規制の強化による、燃料炭採掘業界の長期的な縮小や製品代替の財務上の影響を、数十年単位で相応の精緻度をもって予測することは不可能であり、スコアカードに全面的に織り込むことができない。とはいえ、燃料炭採掘業界に対するムーディーズの格付には、同業界の長期的な見通しがネガティブであることを、短期的な見通しに加えて定性的に織り込む。

格付分析の一環としてムーディーズでは、発行体ないし取引が内包する E、S、G のリスク(ESG の緩和要因も考慮する)または E、S、G 要因に由来するポジティブな側面に関する見解を示す、発行体プロファイル・スコア(IPS)を付与する場合がある。IPS は信用格付へのインプットとなる。IPS についての詳細は、付録 A および格付記号と定義 [3]を参照されたい。

下図では、ムーディーズがどのように ESG 要因を格付に組み込む場合があるのかについて示す。

[3] 格付記号と定義はムーディーズのウェブサイトから閲覧できる。

図表 1
ムーディーズはどのようにして ESG 要因を格付に反映させるのか



* ESG クレジット・インパクト・スコア（CIS）は、ESG の考慮事項が発行体や取引の格付けに与える影響をより明確に伝えるためのもので、格付けプロセスを経て付与される。
出所: Moody's Investors Service

環境リスク評価の一般原則

環境リスクは、公的セクター、民間セクターの多数の発行体にとって重要な要因である。ムーディーズは、環境リスクは大きく 2 つのリスクに分類されると考えている。

» **環境変化、環境の及ぼす災害、あるいは予想される環境変化や災害の低減・回避を図るための、規制または政策の影響。**これには以下のようなものが含まれる。

- 施行されたか、導入されるとみられる規制（例えば、国際的な合意に基づいた、規制当局や政策当局による規制案、または拘束力のある合意）は、発行体およびセクターの信用プロファイルに最も明確な影響を与える。
- 施行が不確実であったり、遅れる可能性があったり、地域により大きな差があるような、長期的な規制上の取り組み（例えば、国際的な合意に基づいた非常に一般的な合意内容で、施行メカニズムを伴わないものなど）は、発行体の相対的なデフォルトリスクや信用損失に与える影響の予見性が低くなる。確実性の欠如は、発行体の規制対応能力を低下させ、信用力への影響に関する不確実性をさらに高める可能性がある。

» **環境汚染、干ばつ、深刻な人災・天災、気候変動などの直接的な環境変化および災害による悪影響。**気候変動（気温上昇など）などによって生じる直接的な環境変化は通常、非常に長期にわたって増幅、拡大し、その影響は幅広く、格付への即時の影響は限定的である。ハリケーン、サイクロン、山火事、洪水などの甚大な被害をもたらす環境災害は一時的だが、影響は深刻で集中的に発生する可能性があり、格付に即時に影響を与えることもある。長期的な環境変化または将来の災害が信用力に与える影響は、他の影響によって抑制・相殺されることもある。そうした例には、環境変化の影響を緩和する規制の施行や技術変化、物的・制度的インフラの改善といった対処戦略、必要な改善のための財源調達を可能とする、政府の課税基盤を拡大させる所得水準の上昇が含まれる。

政策対応と災害による直接的な影響の可能性のどちらもが考えられる場合（例としては廃棄物・汚染等）、一部の環境要因はこの 2 つのカテゴリにまたがるものもある。

これらのリスクの影響は、格付手法スコアカードの格付要因またはサブ要因に影響を与える。例えば、これらのリスクは事業プロファイル、レバレッジ、カバレッジ、経済力または GDP の将来を見通した評価に影響を与えることもあれば、スコアカード外で考慮されることもある。ムーディーズはまた、環境リスクを、その影響を緩和または増幅させる可能性のある、発行体またはセクターの特徴と併せて検討する。

例えば、事業規模の大きさ、高い参入障壁、顧客または納税者のコスト上昇をカバーする能力、財務柔軟性、事業上および規制上の課題に対処する能力といった要因は、多くのセクターにおいて、発行体が環境エクスポージャーを管理し、信用プロファイルを維持しながら、これに対処する戦略を実行するために重要である。一方、規模の小ささ、地理的集中、低い所得水準、人口動態の悪化傾向がみられれば、発行体が環境リスクからの影響にさらされやすくなり、対処する戦略の実行が困難になることがある。

環境規制または政策上の取り組み

ムーディーズは、規制の枠組みと、規制が格付対象発行体およびセクターに与えうる影響を検討する。

直接的な環境リスクに比べ、規制リスクは特定の発行体およびセクターの信用力に集中して短期的な影響を与える可能性が高い。その対象は主に民間セクターだが、公的セクターでもありうる。最近施行された規制や、導入される可能性のある規制は、信用プロファイルおよび格付に影響を与える可能性が最も高い。

予見可能で即時に影響のある規制リスク

規制が認知され透明性のあるものであれば、信用力への影響はある程度予見可能である。環境規制の影響の評価では、製品に対する需要や製造原価への想定される影響を考慮する。ムーディー

ズは、セクター内の発行体が特定の製品またはニッチ市場に集中しているか、あるいは同業他社比で効率性が低いか否かも検討する。

例えば、石炭採掘会社では通常、伝統的な汚染物質や二酸化炭素を含む排出に対する環境規制が、市場における需要にどう影響を与え、石炭価格や販売数量を圧迫するかを検討する。土地の使用、水不足、水質に関する規制も関わってくる。これらがコストを上昇させうるためである。また、より広く、環境規制が、国内メーカーによる製造を制約することで、外国メーカーが有利となる可能性を検討する。

レピュテーションや消費者の嗜好(ハイブリッド車や電気自動車の嗜好など)も、需要に影響を与えたり、市場動向を変化させたりする可能性がある。その他の例としては、ファイナンス・カンパニーにおいて、環境に悪影響を及ぼすとみられるセクターや貸手に貸出が集中している場合、アセットリスクに加え、レピュテーション上のダメージを受けることがある。

施行が不確実な長期的な規制上の取り組み

将来の規制および政策上の取り組みの動向は必ずしも明確ではなく、格付対象の発行体の相対的なデフォルトリスクおよび信用損失に与えうる影響の予見可能性が低い場合がある。提案された規制と、議論中の草案、そして実際に施行される規制では、大きく変化している場合もある。

規制が施行される時期や方法は、信用力の考慮事項において重要となることがある。規制上の目標は設けられているが(例えば、電力の一定割合の再生可能エネルギーによる調達や、基準値に対する二酸化炭素排出量の削減などについて)、目標を達成しなかった場合の影響が明確にされていない場合がある。排出量削減に関する国際的な合意がある場合、その施行の時期や方法、および施行の厳格性の度合いが、国、地域、地方に与える影響が重要となることがある。

これらの影響から、発行体が規制対応のための追加的な時間を要したり、競争条件が均等でなくなったり、発行体の信用プロファイルの影響に関する予見可能性が低下したりすることがある。そうした場合、信用力への将来の影響の検討は複雑で、必然的に政治的背景も考慮しなくてはならない。これには、セクターにおけるコストの上昇や雇用の減少につながる可能性のある規制を受け入れる政治的素地があるかといったことや、関連するセクターが、規制やその施行方法を変えるような影響力を有するかといったことが含まれる。

例えば、独立系石油ガス採掘・生産会社では、既存の二酸化炭素排出規制を検討し、将来の規制が、石油や天然ガスといった炭化水素の需要およびプライシングにどう影響を与えうるかを把握するよう努める。また、規制の効果に、コスト上昇、設備投資拡大、新規資源の炭鉱地の制約が含まれるかも検討する。低炭素社会移行リスクにさらされるソブリンでは、国民所得の多くを炭化水素に依存していることは重要な格付上の考慮事項である。ストラクチャードファイナンス取引では、格付対象取引に、二酸化炭素を排出するセクターへの集中がみられるか否かを検討する。例えば、二酸化炭素排出量に関する規制が、自動車リースを裏付けとする証券化案件における自動車の残価にどう影響するかを考慮する。

環境災害

ムーディーズは、直接的な環境災害(廃棄物・環境汚染、水資源の保有・価格・関連問題、自然資本の枯渇、物理的気候リスク等)を織り込むよう努める。また、賠償責任、浄化費用、資本コスト、こうしたリスクの回避または修復のための二酸化炭素排出量規制も検討する。

環境災害の多くは増大・変化し、環境規制に起因して生じうるリスクよりもはるかに長期にわたってリスクとなり、格付対象発行体の相対的な信用力への影響は極めて予見可能性が低い。公的セクターの事業主体が真っ先に対処することが多いが、民間企業は自らが引き起こしたか、規制に抵触した場合の災害の賠償責任を負うことが多い。保険会社および再保険会社は、民間セクターまたは公的セクターに対する補償範囲に応じて影響を受ける。

環境変化の信用力への影響は、遅れて現れることもあれば最終的に薄れることもある。例えば、大気中水銀の悪影響は長期にわたって蓄積し、地方政府への信用上の影響が、健康被害や課税基盤の縮小・移行の形で長期にわたって現れることがある。しかし長期的に、その影響は、所得向上

（それによって政府の課税基盤が拡大し、健康にも好影響を与えうる）や、規制の施行、より耐性の高い物的・制度的インフラ、技術変化等によって抑制または相殺されることがある。

大規模な原油流出、大型ハリケーン等の環境災害は、発生頻度は低いがしばしば深刻で影響が地域的であり、予見することが難しいが、特定の発行体（またはその集団）および保険会社の信用リスクに非常に大きな影響を与える。化学プラント、石油精製所、原子力発電所等に由来する環境破壊の修復には、所有者または保険会社に多大な浄化責任が生じ、それらの企業がその責任を負えない場合には、責任が政府に移転することがある。複雑なサプライチェーンがあるグローバル経済においては、災害の影響は発生した地域以外にも広く波及する可能性がある。

環境災害が発行体またはセクターにどう影響を与えるかを検討する際、そのリスクの発生確率、タイミング、リスクを軽減する予防的・または事後対応策が非常に重要となる。特定の発行体において深刻なイベントリスクが発生する可能性が非常に低い場合には、それがセクター全体の格付アクションの要因となることは稀である。一方、環境災害がさほど深刻ではないが頻繁に生じるセクターは全般的に、信用プロファイルのリスクが高いとみられ、そうしたリスクの影響を受けないセクターに比べて格付が低くなることがある。

特定の発行体については、増大し極めて深刻なものとなりうるリスクへのエクスポージャーを複合的に検討する。例えばソブリンでは、天候の影響を受ける経済セクター（農業、観光業等）への依存度を、経済力および財政力の評価の一部として織り込む。ムーディーズはまた、深刻なハリケーン等の環境の影響を含む、ショックに対応する制度および財政力も考慮する。

ムーディーズの環境リスクの分類

信用の観点から総じて最も関連性の高い環境リスクを 5 つのカテゴリに分類した。（i）低炭素社会移行リスク、（ii）物理的気候、（iii）水資源の管理、（iv）廃棄物・環境汚染、（v）自然資本である（図表2）。

分類したリスクは相応に独立したものだが、カテゴリ間で相互に作用する場合もある。

各カテゴリには、これに含まれるいくつかのリスクのサブカテゴリの例を示している。実際のサブカテゴリは、公的・民間セクターの発行体のタイプの違いによって異なる可能性がある。

図表 2
ムーディーズの環境リスクの分類

注: サブカテゴリは代表的なものを挙げており、網羅的なものではない。

出所: Moody's Investors Service

社会リスク評価の一般原則

社会リスクは、ESG の 3 つのカテゴリのなかで最も幅広い要因を指し、信用プロファイルにおける重要性も幅広い。

社会要因は、民間セクターの発行体よりも公的セクターの発行体の信用力において顕著となる傾向がある。公的セクターの発行体の責任には、法律、規制、政策を策定、施行、裁定し、さらに社会のニーズに対応し、これらの政策に従ってインフラを構築・維持しサービスを提供することが含まれる。大量の雇用者を抱えることの多い政府も、民間企業と同様に社会的課題に直面する。公的セクターに影響を及ぼす社会的課題が、何年、場合によっては何十年もかけて信用上の懸念要因として顕在化することがあり、その状況は政策の変更や経済の変化に沿って変わることがある。

公的セクターにおいては、社会要因の間に複雑な相互作用がある。は、政策当局者が社会的課題についての目標を達成できるかどうかは、経済の底堅さや柔軟性に影響されうる。また社会の変化は経済の強さに影響を与えうる。社会要因は、ガバナンス上の選択やその成果を決定づけたり、制約する一因にもなる。

民間セクターでは、製品の安全性、サプライチェーンの問題、事業のレピュテーション、従業員との関係といった社会要因は、発行体に固有のものであったり、またはイベントに起因することが多い。これらの課題が生じると、信用力に即時に影響が及ぶ可能性がある。民間企業は、公的セクターの社会要因からも影響を受ける。例えば、労働者の教育水準は、企業が十分な能力をもつ従業員を雇用する能力に影響を与える。

社会的課題に対するムーディーズの評価は、格付手法スコアカードの格付要因またはサブ要因に影響を与えることがある。例えば、潜在的な社会不安は、政府の課税基盤、または社会的ニーズに対処するための歳出の将来見通しを左右する可能性がある。その他、社会政策および人口動態は、財務面への影響が考えられる医療費や年金債務の推移に対するムーディーズの評価に影響を与える可能性がある。製品の安全性に関する訴訟等の、一部の社会的リスクはスコアカード外で評価されることがある。

ムーディーズは、発行体またはセクターの特徴において、相殺効果をもつとみられる社会的リスクも評価する。例えば、ソブリンでは、男女格差を縮小する取り組みや、教育への投資は、労働人口増加の鈍化による影響を緩和するために重要な検討要因となりうる。

公的セクターの社会要因

公的セクターでは、社会的課題（雇用・所得、教育および住宅へのアクセス、人口動態変化、安全衛生を含む）が政府の信用力にどう影響を与えるかを検討する。例えば、ソブリンや地域・地方政府では、貧困、社会の不平等、暴力、犯罪が、経済競争力、成長、一人当たり所得水準に与える、経済的・政治的影響を考慮する。

所得格差は、新たな政策、政府、政党を求める動きにつながり、政策の有効性や潜在的な成長力、財政力にポジティブまたはネガティブな影響を与える、重要な信用上の要因である。またソブリンでは、所得や政治参加がより平等になれば、よりよい公的サービスへの期待が高まり、財政を圧迫する要因となりうる。経済の発展段階が低い国では、医療制度の適用対象の拡大や、良好な住宅供給のための支出も、それが労働生産性の向上など歳入増加につながる経済効果によって相殺されなければ、財政圧力につながることがある。

また、教育の質と受けられる環境、基礎的なサービス、インフラ、手の届く価格の住宅も、事業や経済の発展、税収、歳出に大きな影響を与える要因であり、これらも検討する。社会プログラムやインフラの資金調達が適切に行われていない場合、長期的に競争力の喪失、成長低下、インフラの維持遅延の可能性につながることがある。

高齢化を含む人口動態変化は重要な要因である。特に、人口高齢化は、年金や医療費の増大、全人口に占める労働力人口の比率の低下につながり、長期的な経済成長を圧迫する。歳入増や、他のプログラムに対する支出の削減がなければ、財政力が低下する可能性がある。また、退職者は貯蓄傾向が弱まるため、総貯蓄が減少し、政府の債務水準および国の国際収支にマイナスの影響

が及ぶ可能性がある。年金削減、定年の引き上げ、移民政策の緩和等の、人口高齢化の影響への対処策は、財政収支および労働力を支えうるが、同時に、社会不安が拡大したり、政治の安定性が脅かされたりする可能性がある。

顕在化する社会的ニーズに政府が対処しないと認識された場合、政治における代表機能の欠如が、突如として、またときに暴力的な形で、さらなる自由や平等を求める動き、ひいては政治の混乱拡大や経済成長低下につながる可能性がある。慢性的に暴力的な動きが続けば、投資が阻害されたり、資本逃避が生じたりすることがある。暴力的な動きにより、治安維持に係る政府歳出を急激かつ持続的に拡大する必要が生じれば、政府の財政力にも影響が及ぶ可能性がある。

ムーディーズの公的セクターの社会リスクの分類

信用の観点から総じて最も関連性の高い公的セクターの社会リスクを 6 つのカテゴリに分類した。(i)人口動態、(ii)雇用と所得、(iii)教育、(iv)住宅、(v)安全衛生、(vi)基礎的サービスである(図表 3)。

社会要因の主要な 6 カテゴリは、さまざまなセクターの政府系発行体にとって多岐にわたる理由から重要とされ、異なる信用への影響が考えられる、多様なトレンドを捕捉するものである。例えば、人口の伸びが低いなど、人口動態に継続的な変化があると、年金支払いやその他の支出責任を満たすのに十分な収入を確保できるような経済成長が実現できない可能性が考えられる。若年人口が急速に増え、労働力に新たに参加する人数が多い状況は、概して高い成長の可能性につながるが、一方で求職の需要も大きくなり、これが満たされなければ社会的な緊張の高まりが生じる恐れがある。また、手頃な価格で入手できる住宅の在庫を十分に維持する取り組みは社会支出の増加を意味する一方、生活費が抑えられて可処分所得が生まれる一助となり、税収につながる可能性がある。

各カテゴリに含まれるいくつかのリスクのサブカテゴリの例を以下に示している。実際のサブカテゴリは、公的セクターの法人のタイプの違いによって異なる可能性がある。

図表 3
ムーディーズの社会リスク分類– 公的セクター

注:リスクのカテゴリは一定の区別をされているが、カテゴリ間で相互関係がある場合もある。サブカテゴリは代表的なものを挙げるもので網羅的なものではない。

出所: Moody's Investors Service

民間セクターの社会要因

民間セクターの発行体では、社会要因は大きく 2 つのカテゴリに分類される。すなわち、i)発行体のレピュテーションを損なう製品の安全性などの、発行体固有の要因、および ii)コンプライアンス・コストの上昇や、厳格な就業規則の設定につながる規制などの、外部要因のマイナスの影響である。

発行体固有の社会的リスクは重大なものとなることがある。例えば、良好とはいえない労使関係などの社会的リスクが従業員の退職を通じてコスト増につながったり、ストライキが売上高に影響を与えたりすることがある。また、健康や安全に関わる慣行や、製品・サービスが損害をもたらすとみられる場合の、コスト増につながる和解、罰金、保険料の可能性も検討する。

ムーディーズはまた、社会的リスクがいかに企業のレピュテーションを毀損しうるかも検討する。これは消費者の嗜好の変化や、ボイコットにつながる可能性がある。例えば、報酬の公平性を欠いたり搾取的な労働条件であったり、またはサプライチェーン上の取引相手が非倫理的な行動をとっているとのレピュテーションがある企業は、競争上不利な立場となることがある。一方、環境問題への取り組みが業界内で主導的とのレピュテーションが消費者の間にある企業は、競争上優位となり、市場シェアの向上につながることがある。

規制・訴訟リスクへのエクスポージャーも重要な要因である。規制が、事業慣行や健康・安全基準の長期的な大幅変更の要因となっている業種もある。規制に関わるコンプライアンスコストや、法令を遵守しなかった場合の罰金や事業上の損失のコストが、大きくなることがある。例えば、社会的に許容されなくなった行動や製品に関わる多額の賠償責任が、発行体の売上高、キャッシュフロー、資本・債務市場での調達能力、ひいては長期的な存続可能性に影響を及ぼすことがある。こうした要因により信用力に大きな影響を受けた業界の例が、アスベストメーカー、たばこ会社、銀行（住宅ローン担保証券等の金融商品の不適切な販売など）である。

ストラクチャードファイナンスにおいて重大な社会リスクには、裏付資産に直接的な影響が及ぶもののほか、オリジネーターやスワップ・カウンターパーティ、口座銀行など取引における主要なカウンターパーティへ影響するものが含まれる。

ムーディーズの民間セクターの社会リスクの分類

信用の観点から総じて最も関連性の高い民間セクターの社会リスクを大まかなカテゴリに分類した。（i）顧客との関係、（ii）人的資本、（iii）人口動態と社会情勢、（iv）安全衛生、（v）責任ある製造である（図表 4）。これら 5 つのカテゴリは、発行体とその主要なステークホルダーのグループとの相互関係から生じる最も重大な社会的課題を特定するのに有用である。概してそうした課題は幅広い 2 つのテーマのうち 1 つに該当する。安全衛生の取り組みへの企業の対応方法など発行体が主体となる場合と、人口動態の変化による企業製品への影響など外的要因が主体となる場合である。

各カテゴリに含まれるいくつかのリスクのサブカテゴリの例を示している。実際のサブカテゴリは、民間セクターの法人のタイプの違いによって異なる可能性がある。

なお、民間セクターの社会リスクの分類は、政府系発行体（GRI）、国際機関、営利法人にも用いる。民間の公益企業、公共交通会社、病院・医療機関、高等教育機関などがこうした発行体に含まれる。

図表 4
ムーディーズの社会リスク分類– 民間セクター

注:リスクのカテゴリは一定の区別をされているが、カテゴリ間で相互関係がある場合もある。サブカテゴリは代表的なものを挙げるもので網羅的なものではない。

出所: Moody's Investors Service

ガバナンスリスク評価の一般原則

ガバナンスリスクは、公的セクターであれ民間であれ、全ての債務発行体において重要な要因である。規制や人口動態変化といった外部要因による環境リスクや社会リスクと異なり、ガバナンスリスクは主に発行体に内在するものである。

ガバナンスは、組織の意思決定やそれを行動に移す際の枠組みとプロセスに関するものである。発行体が企業の場合、ガバナンスには様々な構成要素があり、これらが事業・財務活動の指揮・管理を支えている。公的セクターの場合、制度・ガバナンスの枠組みには、規制や規範の制定・執行および政策立案プロセスに参加する、各自治体やそれ以外の組織のあらゆる当事者が含まれる。この枠組みには、政策やその他の公的な施策を監視し、これらへの提言を行う仕組みも含まれる。証券化取引においては、契約に定められた、取引をコントロールする枠組みがどの程度強力か、また取引当事者がどの程度契約に定められた文言を遵守するかなどの点が、ガバナンスの枠組みを検討する際に重要な要素となる。

意思決定に至るまでの過程、決定、実行の方法に加え、決定について発行体が様々なステークホルダーの理解を得る方法、そしてステークホルダーがこれをどの程度受け入れるかもガバナンスの問題である。関連するステークホルダーはセクターによって異なるが、通常は内部関係者（経営陣、所有者、または従業員など）、外部関係者（政府、規制当局、顧客、サプライヤー、有権者など）が含まれ、ステークホルダーの間で利害が相反する場合がある。

このようにガバナンスが関連する問題の範囲は広いが、ムーディーズが着目するのは債権者に重要なガバナンス上のリスクまたはポジティブな側面である。つまり、信用プロファイル改善につながるような特徴（良好なガバナンスはほかのリスク要因に対する耐性を強くするため）、またはこれを悪化させるような特徴（ガバナンスの乏しさはほかのリスク増幅につながるため）である。例えば、企業が下した方針や経営、財務面での決定が、ステークホルダーの強い反発に直面して信用力の低下に繋がるような場合、例えば従業員の長期ストライキが利益率の低下を招いたり、商品に絡む訴訟で資金調達力が低下するような場合、これらを引き起こした企業の意思決定は、ムーディーズのガバナンス評価上はマイナスと判断される。

不正会計によるコントロールの破綻などの不適切なガバナンスを理由に信用力が悪化した場合、回復には長い時間を要する。さらに極端な例として、ガバナンス上の重大な失敗の発覚に伴い、顧客

および債権者の信認を失い、民間企業がデフォルトに陥る場合がある。腐敗の拡大につながる、公的セクターにおける不適切なガバナンス行動は、経済力を弱め、公的セクター、民間セクターの両方の発行体に影響を与える。

弱いガバナンスは、財務方針、レバレッジ、カバレッジの指標等のスコアカードの要因またはサブ要因のスコアリングに影響を与えうる。これらのスコアリングは、発行体の行動、計画、方針から影響を受ける。財務のコントロール、報告、監査委員会の独立性などの一部のガバナンス要因は、スコアカード外で評価されることがある。

公的セクターのガバナンス要因

ガバナンス要因は、ソブリン、地域・地方政府のファンダメンタルな信用力の評価の一部である。

例えば、ソブリンリスクの分析には、それぞれの組織の制度についての質の評価が含まれる。ムーディーズによる分析において重要となる特徴は、政府の官僚制度、行政、政策決定の質である。契約が確実に履行されること、財産権が確保されることは、司法制度の独立性および信頼性とともに、経済システムが良好に機能するうえで不可欠な要素である。民間が得た利益に対して公的セクターの権力がどの程度及ぶのか、そして公的セクター自体にどの程度の透明性や信頼性があるのかも重要な要因である。

ムーディーズは、金融政策やマクロ経済政策などのソブリンの政策の有効性も評価する。

地域・地方政府については、ムーディーズは通常、既存の法的枠組みの下での、政府の歳入および歳出の柔軟性を評価する。また、税制等の制約、および補正予算策定の権限などの法律を検討する。さらに、財政計画、政策、行動も考慮する。これには、歳入の見通し、債務水準の分析、予算策定が保守的であるか否かの評価が含まれる。

地域・地方政府は、自らの法的枠組みを逸脱する余地をもつ場合があるが、ムーディーズはそうしたケースをガバナンスが弱いとみなすことが多い。弱いガバナンス構造は一般的に、制度が有効に機能していないことや、経常赤字を補うために大規模な借入が恒常的に行われる、商業的債務の支払が遅延する、年金制度の積立が不足するといった慣行が長年にわたって続いているといった事例に現れる。ガバナンスの弱さはまた、上位政府の監督の弱さにも起因する。大規模な年金基金の積立不足や拠出計画からの逸脱があれば赤字が拡大し、将来的に債務水準が上昇することがある。

ムーディーズの公的セクターのガバナンスリスクの分類

信用の観点から総じて最も関連性の高い公的セクターのガバナンスリスクを4つのカテゴリに分類した。(i)制度の構造、(ii)政策の信頼性・有効性、(iii)透明性と開示、(iv)予算管理である(図表5)。

各カテゴリに含まれるいくつかのリスクのサブカテゴリの例を示している。実際のサブカテゴリは、公的セクターの法人のタイプの違いによって異なる可能性がある。

図表 5
ムーディーズのガバナンスリスク分類– 公的セクター

注:リスクのカテゴリは一定の区別をされているが、カテゴリ間で相互関係がある場合もある。サブカテゴリは代表的なものを挙げるもので網羅的なものではない。

出所: Moody's Investors Service

民間セクターのガバナンス要因

民間セクターでは、株主構成と支配、広範な監督と有効性、経営構造と報酬等を、ガバナンスが信用力にどう影響を与えるかについてのムーディーズの評価において考慮する。

株主の集中や議決権の問題は、企業の業績および信用力にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。株主が、他のステークホルダーを犠牲にして私的な利益を得ようとすることがあるためである。そうした場合、経営陣による介入や、独立した取締役会レベルの監督およびリスク管理の欠如が、とりわけ資本配分や関係者間取引においてみられないかどうかが重要になる。

取締役会はリスク管理の領域において重要な監督上の役割を担っている [4]。これには、企業のリスク選好の決定および監視への関与、適切なリスク管理の枠組みが設けられていることの確認、債権者を含む全てのステークホルダーの利益の保護が含まれる。経営陣の報酬は、信用評価上ネガティブとなる、企業の報酬体系が過剰なリスクを取ることを促す可能性を示す、とても目に見えやすい指標である。アグレッシブな報酬体系は、信用プロファイルよりも株式のパフォーマンスを重視した意思決定を促す可能性がある。例えば、企業の資産配分が短期間の株式報酬獲得に動機付けられた場合、債券保有者にとっては潜在的なリスクとなる。

ストラクチャードファイナンス取引については、ムーディーズは通常、取引の契約に含まれるコントロールメカニズムの強さ、および取引当事者が契約を順守しているかどうかを評価する。

ムーディーズの民間セクターのガバナンスリスクの分類

信用の観点から総じて最も関連性の高い民間セクターのガバナンスリスクは、5つのカテゴリに分類する。(i)財務戦略とリスク管理、(ii)経営の信頼性と実績、(iii)組織構造、(iv)法令順守と報告、(v)取締役会の構造・方針・手順である(図表 6)。これらの各リスク分類は、発行体の性質に基づいて異なる基準や考慮事項によって評価される可能性がある。例えば、金融機関や証券化取引のガバナンスリスクには、事業会社とは異なる特有の側面がある。証券化取引では、取引の契約に含まれる

[4] ESG 関連リスクの管理も含む。

コントロールメカニズムの強力さおよび取引当事者による契約順守が一般的にガバナンス関連のリスクの緩和要因となる[5]。

各カテゴリに含まれるいくつかのリスクのサブカテゴリの例を示している。実際のサブカテゴリは、公的セクターの法人のタイプの違いによって異なる可能性がある。

なお、民間セクターの社会リスクの分類は、政府系発行体(GRI)、国際機関、営利法人にも用いる。民間の公益企業、公共交通会社、病院・医療機関、高等教育機関などがこうした発行体に含まれる。

図表 6

ムーディーズのガバナンスリスク分類– 民間セクター

注:リスクのカテゴリは一定の区別をされているが、カテゴリ間で相互関係がある場合もある。サブカテゴリは代表的なものを挙げるもので網羅的なものではない。

出所: Moody's Investors Service

[5] ストラクチャードファイナンスにおけるカウンターパーティーリスク評価のアプローチを参照されたい。クロス・セクター格付手法のリストはムーディーズのウェブサイトから閲覧可能。

付録 A:環境・社会・ガバナンスの発行体プロファイル・スコアを導出する

本付録では、発行体、債務者、または取引[6]が内包する E、S、G のリスクとポジティブな側面に対するムーディーズの見解を反映する発行体プロファイル・スコア(IPS)導出の枠組みを説明する。各セクターにおけるこうしたエクスポージャーを一貫性を持って示すための中核的かつ共通の枠組みを説明するものだが、このエクスポージャーは付録Cで詳細を説明するセクター固有のスコアリングによって高くなる場合もある。

E、S、G の IPS は、あらゆるセクターで統一された尺度を用いてこれらのリスクに対する発行体のエクスポージャーを示すもので、関連する緩和要素またはポジティブな側面も反映している。ESG のリスクとポジティブな側面は格付分析において重要な側面であるが、E、S、G の IPS は必ずしも直接的に格付水準に関連するものではない。IPS は発行体の総合的な信用力の強さないし弱さ(ブランドの強さ・弱さ、コスト増を転嫁する能力の有無、財務の柔軟性など)を反映するものではない。2つの発行体が同じ格付であっても IPS が大きく異なる、あるいは IPS が同じであっても格付が大幅に異なる場合がある。

例えば、発行体の IPS が「ネガティブ度が高い」ないし「ネガティブ度が極めて高い」(図表7)の場合は、重大なリスクに直面していると示唆されるが、その発行体が E、S、または G のリスクを大幅に緩和するような重大な信用力の強さを備えていれば、高い信用力が妨げられることはないだろう。対照的に、IPS がポジティブな発行体であっても、キャッシュフローの弱さや低い流動性、激しい競争など、より喫緊かつ重大な他の信用上のリスクに直面している場合はそれらの方が格付により大きな影響を及ぼす可能性がある。格付に及ぶ ESG 要因の影響をムーディーズが反映する方法についての詳細は付録 B を参照されたい。

定義とスコアリング・スケール

発行体ないし取引の E または S の IPS は、その特定のリスクへのエクスポージャーに関するムーディーズの見解を示すものである。ムーディーズによる E または S の評価は、リスクの分類で説明する通り、信用に関連する要因に着目するもので、信用プロファイルにおけるプラスまたはマイナスの影響の度合いを見極めるものである。発行体ないし取引の E または S のリスクのエクスポージャーは、その主体の活動や経済基盤、資産などの構成によって異なる。IPS はまた、そのエクスポージャーに対する緩和策ないし対策も反映する。これには、発行体の自発的な行動、または外部関係者によって促されたり、要求される措置(政策や規制、国際的な公約)が含まれる。

発行体や取引の G の IPS は、ガバナンスの相対的な強さに対するムーディーズの見解を示すものである[7]。E および S の要因の評価と同様、ムーディーズによるGの IPS の評価は、リスクの分類で説明する通り、信用に関連する要因に着目するもので、信用プロファイルにおいてプラスまたはマイナスの影響の度合いを見極めるものであり、さらにそのエクスポージャーに対する緩和策ないし対策も反映する。

E、S、G の IPS は 5 段階で示され、図表 7 にあるように、E-1、S-1、G-1 (ポジティブ)から E-5、S-5、G-5 (ネガティブ度が極めて高い)までとなる。

[6] 通常、ストラクチャードファイナンス以外では、IPS は発行体レベルで付与される。発行体が債務返済の責任を持たない場合は、債務者レベルで付与される。ストラクチャードファイナンスやその他の特定の取引においては、IPS は取引レベルで付与される。

[7] セクター、サブセクター、または格付手法のセクターグループにおける相対的なガバナンスの強さを評価する。

図表 7

E、S、G に関する発行体のカテゴリスコアと発行体プロファイル・スコア

スコア		定義
E-1 S-1 G-1	ポジティブ	「ポジティブ」の E または S の発行体プロファイル・スコアの発行体ないし取引は通常、信用上の大きなメリットとなるような E または S の要因のエクスポージャーを有し、そのエクスポージャーは信用にプラスとなる可能性がある。 G の場合は、発行体ないし取引が、それぞれのセクターにおける位置付けを強くし、信用上の大きなメリットになるような G 要因へのエクスポージャーを有することを指す。
E-2 S-2 G-2	中立-低い	「中立－低い」の E または S の発行体プロファイル・スコアの発行体ないし取引は、通常、信用力を変えるような重大な E または S の要因へのエクスポージャーがない。つまり、総じてエクスポージャーは、信用上ややポジティブ、信用上中立、または信用上ややネガティブとなる範囲にある。エクスポージャーが大きくない、または E ないし S のリスクを十分に相殺するような関連する緩和要素がある場合、その発行体ないし取引には、「中立－低い」のスコアが付されるだろう。 「中立－低い」の G の発行体プロファイル・スコアは、発行体ないし取引がそのセクター内で平均的であることを示し、そのエクスポージャーは総じて信用上ポジティブでもネガティブでもない。
E-3 S-3 G-3	ややネガティブ	「ややネガティブ」の E または S の発行体プロファイル・スコアの発行体ないし取引は通常、信用上ややネガティブなリスクを伴う E または S の要因へのエクスポージャーがある。こうした発行体は、当該の E または S のリスクに関連する一定の緩和要素を持つ場合があるが、そのリスクを完全に相殺するほど十分なものではない。 「ややネガティブ」の G の発行体プロファイル・スコアは、発行体ないし取引がそのセクター内で平均を下回る位置付けにあることを示し、そのエクスポージャーが与える信用力へのリスクもやや高いものになる。
E-4 S-4 G-4	ネガティブ度が高い	「ネガティブ度が高い」の E または S の発行体プロファイル・スコアの発行体ないし取引は通常、信用上の高いリスクとなるような E または S の要因へのエクスポージャーがある。こうした発行体は、当該の E または S のリスクに関連する一定の緩和要素を持つ場合があるが、リスクに対する影響は概して限定的である。 「ネガティブ度が高い」の G の発行体プロファイル・スコアは、発行体ないし取引がそのセクター内で弱い位置付けにあることを示し、そのエクスポージャーが与える信用力へのリスクも全体的に高いものになる。
E-5 S-5 G-5	ネガティブ度が極めて高い	「ネガティブ度が極めて高い」の E または S の発行体プロファイル・スコアの発行体ないし取引は通常、信用上の極めて高いリスクとなるような E または S の要因へのエクスポージャーがある。こうした発行体は、当該の E または S のリスクに関連する一定の緩和要素を持つ場合があるが、その程度はリスクの大きさと比較して軽微である。 「ネガティブ度が極めて高い」の G の発行体プロファイル・スコアは、発行体ないし取引がそのセクター内で極めて弱い位置付けにあることを示し、そのエクスポージャーが与える信用力へのリスクも全体的に極めて高いものになる。

出所: Moody's Investors Service

スコア表が非対称であることは、特に E と S の要因について、ESG 要因は概して信用上の強さよりリスクにつながるとのムーディーズの見方を反映するものである。しかしながら、ESG 要因へのエクスポージャーが信用の観点から発行体ないし取引にとってプラスになるとの認識も可能となるスコア表となっている。例えば、環境変化によって重大かつ継続的なビジネス上の優位性を企業が得られる可能性が高いと評価される場合、その企業は E-1 のスコアを付与される可能性がある。

枠組みの概要

IPS を付与するあたっては、発行体ないし取引の各要素(E、S、G)および各要素の主要なリスクカテゴリ(例えば E の場合、低炭素社会移行、物理的気候リスク、水管理、廃棄物・汚染、自然資本)を評価する。

E、S、G の要因の評価では、既述の通り、それぞれの信用上の重要性に着目して、共通の一般原則を適用する。発行体の E と S のカテゴリ・スコアを評価する上では、関連するセクター全体についての入手可能な情報、特にそれぞれのセクターのカテゴリ・スコアを一般的な参照値として用いることがある。これは、多くの環境・社会リスクがセクターないし資産クラスで共通するためである。G の要素については、発行体ないし各取引が分析の起点となる。各要素について、認識されている問題に対する緩和策ないし対応策も考慮する。

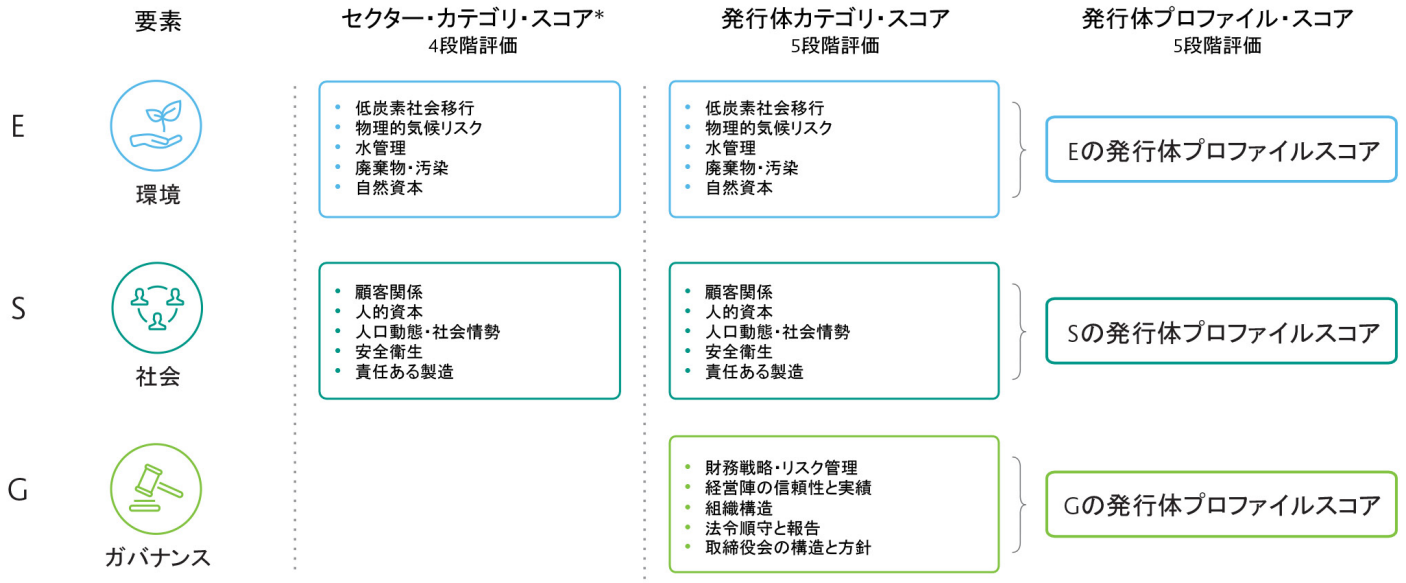
発行体のカテゴリ・スコアと IPS を評価する際に用いる情報は、定量的・定性的双方のデータを含む場合があり、通常は、発行体の関連する外部の情報を参照、またはここから算出されるものである。格付プロセスの一環として発行体から得られる非公開の情報を反映する場合もある。

発行体のカテゴリ・スコアおよび IPS の評価では、E と S のリスクに対する長期的な視点を盛り込む。したがって、これらのリスクが将来的にずっと先に顕在化すると予想され、発行体がこれに対応するた

めの長い期間がある場合でも、時間経過とともにいずれ格付に影響する可能性があるリスクを考慮する。

図表 8

枠組みの概要 – 民間セクター



*セクターのカテゴリスコアは発行体のカテゴリスコアの一般的な基準となる

出所: Moody's Investors Service

セクターのカテゴリ・スコアは一般的な基準となる

発行体や各取引の活動、経済基盤や資産は、環境・社会リスクの主な要因となる。これらの分析の際には、EとSのセクターのカテゴリ・スコア[8]が当初の基準値としての役割を果たす（図表8）。ただし、ムーディーズの E と S の分析は各発行体ないし取引毎に行われる。分類には「環境リスク評価の一般原則」および「社会リスク評価の一般原則」で説明した E と S のカテゴリを用いる。これらのカテゴリは各セクターで共通する（例えば、社会リスク分類のカテゴリは、あらゆる民間セクターの発行体や取引で共通する）。

これらのセクターのカテゴリ・スコアは、信用分析の観点から各セクターに内在する E と S のカテゴリのエクスポージャーを、極めて高リスク、高リスク、中リスク、低リスクの 4 段階で示す。これらのセクターのカテゴリ・スコアは、定性的な分析の結果であり、セクター内の格付対象の発行体および取引が現行直面するリスクに対するムーディーズの見解を反映するものである。一部の発行体ないし取引が E または S のエクスポージャーについて信用上プラスの要素を備えている点を考慮する可能性があるが、セクター全体がそれに沿ってポジティブなエクスポージャーを示す可能性は低い。したがって、セクターのカテゴリ・スコアにポジティブなスコアはない。IPS と異なり、セクターのカテゴリ・スコアは発行体や取引、セクターのレベルでの緩和要素を反映しない[9]。

発行体ないし取引固有の考慮事項が示す特定の E または S のカテゴリへのエクスポージャーが、セクターのカテゴリ・スコアが示すのとは異なる場合がある。セクターのカテゴリ・スコアは、セクター全体のスコアであることから、当該セクター（またはサブセクター）内の発行体間のエクスポージャーのばらつきは表現せず、また、セクター内の地域的な差異を捉えることもない。例えば、自社製品に電気自動車をうまく組み入れている自動車メーカーの場合、IPS に織り込まれている低炭素社会移行リスクの発行体のカテゴリ・スコアは、セクターの低炭素社会移行リスクのスコアと大幅に異なる可能性がある。

[8] 環境・社会リスクのヒートマップがこれに当たる。

[9] なお、総合的な E または S のセクターのスコアは、信用力に関連するエクスポージャーを示すもので、セクターレベルの緩和要素を含む。例えば、規制対象の公益企業は、発電所の低炭素化のコストなどの事業コストを料金納付者に転嫁することが可能な点が総合的な E のスコアに反映されるが、セクターの低炭素社会移行リスクのカテゴリスコアには反映されない。

セクターの分類は総じてムーディーズの格付手法に基づくもので、当該セクター内のムーディーズが格付を付与する対象のみを反映するものである。しかしながら、セクターのカテゴリ・スコアは、発行体が属するセクターの、格付対象全てのセクターにおける位置付けを示すものとなり、セクター間で共通する E および S の IPS を特定する上で有効である。

ガバナンスについては、その大部分が独自かつ発行体固有の性質であることから、セクターのカテゴリ・スコアは設けていない。組織構造や方針、慣行などのガバナンスの構築は一般的に各組織に内在するもので、規制などセクター固有の外部要因からの影響は少ないとのムーディーズの見解を反映するためである(銀行、地方政府や地方自治体といった一定の法の監督下にある例など、例外はあるかもしれないが)。

発行体スコア

ムーディーズでは、E、S、G の要素となるカテゴリについて、発行体固有の E、S、G の属性に着目して評価する。図表 7 で示すように、E、S、G のカテゴリを 5 段階のスコアで評価する。

リスク、ポジティブな側面、そして固有の緩和要素を評価するにあたってムーディーズでは、当該セクターの格付手法の ESG 関連のスコアリングに加え、本格付手法で説明する ESG リスク評価の一般原則を用いる(例えば、事業会社の事業プロファイルの各要因のスコアには、その業界の E、S、または G に関する規制を順守しているか、あるいは ESG に関連する顧客の嗜好を満たせているかといったことが反映される場合がある)。

E、S、G の発行体のカテゴリ・スコア導出には、スコアリングの定義に基づいて発行体のエクスポージャーを定性評価する(図表 7)。各発行体または取引における各カテゴリのリスク、ポジティブな側面、ESG に対する緩和要因に関連する指標を参考にして評価を行う場合もある。ムーディーズ独自の定性的な判断に加えて第三者の評価を考慮することもある。

スコアリングには特定のエクスポージャーに対して一定の影響のある緩和要因が反映される

E、S、G の IPS およびそれぞれの発行体のカテゴリ・スコアには、そうした特定のエクスポージャーに関連した相応の緩和策または対策となる措置が反映される。相応の緩和要因は通常、明確な行動計画や財務面のコミットメントを伴う必要があり、意思表明があってもこうした要素が伴わなければ概して有効とはみなさない。例えば、カーボンニュートラル(脱炭素)を将来的に実現するとの意思を表明することだけでは、それ自体が相応の要素であるとはみなされない。また、ESG リスクないしイベント(ハリケーン等)への対応策として第三者が供与しうる金融またはその他の支援は、通常 ESG リスクへの緩和策として考慮しない。発行体自身が具体的に取った行動を示すものではないからである。

有効な緩和策の例としては、企業ないし政府が、自らの設備、労働力、インフラや市民が、例えば海面上昇などの環境リスクに直面している場合に、インフラの補強をしたり、自然による防災機能を修復したりして、リスクに関する負の事象を抑える取り組みをすることなどが挙げられる。同様に、雇用する労働者が反復作業や有害物質の取り扱いなどで安全面のリスクにさらされている企業が、事故の確率を下げるために雇用者の訓練や、ロボットの導入を行ったり、あるいは当該リスクに関する保険提供や健康面に関する支援を行い、該当する従業員への影響を軽減したりする行動もこれに当たる。単独の措置が複数のリスク・カテゴリないし要素における緩和策となり得る場合もある。例えば、効果的な脱炭素戦略は、社会的責任(S のカテゴリ)と低炭素社会移行(E のカテゴリ)においてポジティブな施策となるかもしれない。

データが無い又は不足する場合のスコアリング

ESG に関する開示は、主に別々な法律の下で報告基準に違いがあったり、市場間で ESG 項目を重視する姿勢に違いがあるために、セクターや発行体によって異なる場合がある。非公開情報も含めて発行体ないし取引に関するデータが無いか、不足する場合は、通常、既知のその他の特性(規模、所在地、または規制環境など)、または、セクターレベルのスコアに着目し、発行体のエクスポージャーが E、S、G のリスクのカテゴリにおいてセクターから大きくかけ離れていないかどうかを検討する。また、情報がある発行体ないし取引のエクスポージャーを参考に、そうしたエクスポージャーがセクター全体で同質的なのかあるいは大きく異なるのかを考察する。セクター内の差異が大きい場合には、類似した発行体ないし取引のエクスポージャーの幅のなかにおけるこの発行体の位置付けを、既知の特性に基づき推定する。

混合スコア

発行体が複数のセクターにまたがって活動したり、事業を展開している場合や、格付対象の取引が複数の資産タイプにまたがる場合には、E または S の複合スコアまたは混合スコアを設定する。こうした分散性は、E または S の高いリスクに直面する特定の事業、活動または資産タイプのリスクのエクスポージャーを低減する一助となることがある。複合スコアの場合は、全体の売上高、キャッシュフロー、利益、または資産の各セクターに対する比率に応じた加重平均のスコアを参考にする場合がある。ムーディーズの評価では、近い将来、事業展開の比率が変化する可能性が高いと判断した場合には、そうした変化の見通しを反映する場合がある。一部のケースでは、特定の活動に由来する売上高やキャッシュフローの比率がわずかであっても、その活動に関連する E または S のリスクが風評面や規制面のリスクを含めて全体的な財務力に大きく影響する場合は、それを考慮する可能性がある。ガバナンスについては、発行体の事業または政府の活動を総合的に判断しており、通常は加重平均に基づくことはない。一般的にガバナンスの評価は、組織全体を網羅するもので、特定の活動ないし事業単位だけに基づくものではないためである。例えば、子会社におけるガバナンス不足は通常、親会社の評価への悪影響となる。親会社による重大な監督・管理不足がうかがえるためである。また、単独の企業が極めて良好なガバナンス慣行を実践していても、グループ内のほかの法人が報告基準を満たしていなかったり重要な規制における法令順守が甘かったりする場合には、ガバナンスの IPS が低くなる可能性がある。

E、S、G の発行体プロファイル・スコアを導出する

スコアリング表の定義（図表7）に基づいて発行体の E、S、または G の総合的なエクスポージャーを定性評価し、当該要素の各カテゴリに付されるスコアを踏まえ、E、S、または G の IPS を導く[10]。リスクがより高いものの方が、その他の要素より強い影響があるとの見解に基づき、ムーディーズでは通常、最も悪いカテゴリ・スコアを重視することとしている。

しかしながら、総合的な見解が、最も悪いカテゴリ・スコアより悪くなるまたは良くなる場合もあり、平均のスコアに基づいて IPS を導出する場合もある。E または S の要素の複数のカテゴリでリスクを加算し、累積して考慮する可能性もある。複数のリスク・カテゴリにおけるエクスポージャーが高い発行体ないし取引は、1 つのリスク・カテゴリだけにエクスポージャーのある発行体ないし取引よりも深刻なリスクを伴うことが多い。結果として、重大なリスクが特定されるリスク・カテゴリがほかに複数ある場合は、付与される IPS が最も悪いカテゴリ・スコアよりも悪くなることがあるが、そのスコアの差は通常は 1 段階を超えることはない。一方で、IPS 付与の際にはセクターや発行体ないし取引の特性や特定の状況、リスク・カテゴリ（または強み）の間の相互作用や相関の可能性も考慮する。その結果、最も悪いカテゴリ・スコアよりも良い IPS を付与する結果になることもある。

ガバナンスについては、良好なガバナンスは潜在的な強さを意味することから、G の要素のリスク・カテゴリも他の評価に加算して評価する可能性があり、関連性のあるカテゴリの一部（民間の発行体であれば、財務戦略やリスク管理、経営の信頼性・実績）が、他のガバナンスのリスク・カテゴリの緩和材料となることもある。この場合、最も悪いカテゴリスコアよりも良い IPS が付与される場合がある。

[10] 一部のセクターで、特に特定のガバナンス要因については、関連するスコアカード要因ないしサブ要因のスコアを直接的に用い、カテゴリ・スコアまたは IPS にマッピングする場合がある。

付録 B：ESG 要因の格付への影響を示すーESG クレジット・インパクト・スコア

ムーディーズでは、ESG 要因を含むあらゆる重要な信用上の考慮事項を格付に織り込み、それらのリスクの予見性と緩和要素が許す範囲で、最大限に予見可能な分析を織り込んで見通しを示すよう取り組んでいる。

ESG クレジット・インパクト・スコア（CIS）は、発行体ないし取引の格付に対する ESG 要因のインパクトをより明確に伝えるための、格付プロセスのアウトプットである。CIS は、格付に重要とされる発行体のその他の信用上の要因としての ESG の影響を定性的に評価するものである [11]。

格付は相対的な信用力を評価する上で適切と考えられるあらゆる信用上の要因を反映しているため（ESG 要因はその 1 つにすぎない）、信用格付と CIS の間には直接的な関係性はない。高い信用格付が必ずしもポジティブな CIS を意味するとは限らず、また、低い格付がネガティブな CIS を示唆するとも限らない。

ESG 要因による格付への影響に関するムーディーズの遡及的な評価は、本質的に定性的なものである。これは、ESG および ESG 以外の考慮事項を分離することが難しい場合があることが一因である。ESG のリスク、ポジティブな側面、緩和要素は概して発行体ないし取引において長期的に続く特性であるが、格付への影響は、E、S、または G のエクスポージャーの変化や（新たな規制や変革的なイベントに伴う事業構成の変化などに伴う）、格付で重要な他の要因の変化によって時間の経過とともに変わる可能性がある。

ESG クレジット・インパクト・スコアは5段階で示す（図表9）。CIS は、セクター内およびセクター間における比較のために、ESG 要因による格付への相対的な影響に対するムーディーズの見解を一貫性を持って示そうとする方法である。

図表 9

ESG クレジット・インパクト・スコア

スコア	カテゴリ	定義
CIS-1	ポジティブ	CIS-1（ポジティブ）のスコアの発行体は、ESG 要因による現行格付への影響が総じてポジティブと考えられる。当該発行体の ESG 要因が格付に及ぼすポジティブな影響は総合的に大きい。
CIS-2	中立ー低い	CIS-2（中立ー低い）のスコアの発行体は、ESG の要因による現行格付への影響が総じて中立から低いものと考えられる。これらの要因による総合的な影響は重大ではない。
CIS-3	ややネガティブ	CIS-3（ややネガティブ）のスコアの発行体は、ESG の要因による現行格付への影響が総じて限定的で、将来的に徐々にネガティブな影響が及ぶ可能性を伴うと考えられる。総合的に、当該発行体の ESG 要因が格付に及ぼすネガティブな影響は CIS-2 のスコアの発行体に比べると大きい。
CIS-4	ネガティブ度が高い	CIS-4（ネガティブ度が高い）のスコアの発行体は、総じて、ESG の要因による現行格付へのネガティブな影響が認識できるものと考えられる。総合的に、当該発行体の ESG 要因が格付に及ぼすネガティブな影響は CIS-3 のスコアの発行体に比べると大きい。
CIS-5	ネガティブ度が極めて高い	CIS-5（ネガティブ度が極めて高い）のスコアの発行体は、ESG の要因による現行格付への影響は総じて極めてネガティブ度が高いと考えられる。総合的に、当該発行体の ESG 要因が格付に及ぼすネガティブな影響は CIS-4 のスコアの発行体に比べると大きい。

出所: Moody's Investors Service

これらの CIS のスコアは、ESG 要因に関連するリスクへのエクスポージャーがない場合と比較して、発行体ないし取引の格付がどの程度異なる可能性があるかを示すものである。スコアが CIS-4（ネガティブ度が高い）または CIS-5（ネガティブ度が極めて高い）の場合、ESG リスクへのエクスポージャーがない場合に比べて格付が低くなるとのムーディーズの見解を意味する。スコアが CIS-3 の場合は現行格付への影響は限定的だが、いずれ将来的により大きなマイナスの影響が及ぶ可能性がある。例えば、ESG リスクへのエクスポージャーは数年の期間で顕在化し、それがどのように顕在化するか、関

[11] 事業会社、証券会社、ファイナンス・カンパニー、資産運用会社において、CIS の参照となる格付は、その企業が投資適格等級の場合はシニア無担保債務格付ないし発行体格付で、投機的等級の場合はコーポレート・ファミリー・レーティング（CFR）となる。銀行については預金格付、またはそれがない場合はシニア無担保債務格付ないし発行体格付が参照の格付となる。保険会社の参照格付は保険財務格付（IFSR）である。クローズドエンド型ファンドの場合は、シニア無担保債務格付（または、シニア無担保債務格付以外の格付しか付与されていない場合はインプライド・シニア無担保債務格付）が参照の格付となる。ソブリンおよびサブソブリンの参照格付は、発行体格付ないしシニア無担保債務格付である。米国のパブリックファイナンスの参照格付は、発行体格付、または最もシニアで信用補完前かつ無担保の十分な信用と信頼に基づく債務（州政府や地方政府の一般債務など）である。ストラクチャードファイナンスでは、複数の格付を参照する場合がある。

連するリスクがどの程度大きいか、発行体が講じる緩和策がどの程度効果的かが極めて不確実な場合もある。CIS-1 のスコアの場合は、極めてポジティブな ESG の影響が考えられ、格付への影響はポジティブである [12]。これらの要因は発行体ないし取引の信用プロファイルの多くの側面に広範に織り込まれているため、信用分析において ESG を完全または正確に分解することはできない。スコアリングの定義は広範に及ぶが、いずれも格付に対するESG 要因の影響に関する有用な指標を投資家や発行体に提供することを目的とするものである。

CIS 導出にあたっては、関連する IPS(付与されている場合)のほか、本格付手法や発行体ないし取引の格付に用いるセクター別格付手法に示される幅広い ESG 要因など、格付に関連する ESG エクスポージャーを分析する。IPS と CIS の間には一定の最低限の関係があり、ESG リスクへのエクスポージャーが限定的ならば、ESG による格付への影響は限定的と考えられる。逆に、ESG の格付への影響が大きいと認識されるならば、ESG リスクへのエクスポージャーは大きいと考えられる。したがって CIS-1 では通常、例えば発行体プロファイル・スコアが E-1 や S-1 または G-1 であるなど、最低1つの相応のプラスの ESG の要素を発行体ないし取引が備えていることが求められる。CIS が下位 3 段階のいずれかのスコアになる場合は、例えば IPS が下位 3 段階のいずれかに該当するなど、発行体や取引が最低 1 つの ESG の要素について大きな信用リスクに直面していると考えられる。CIS の付与は完全に定性的なものである。

これらの要因の格付への影響を評価する上で、ESG リスクおよびポジティブな側面の総合的なエクスポージャーは重要な考慮事項であるが、ESG の IPS と CIS の間に直接的な関係は必ずしも存在しない [13]。その理由は通常、発行体ないし取引に特有の要素があるためである。例えば、E、S、または G のエクスポージャーが信用上のリスクを増幅させる場合もあれば、良好なガバナンスによって一部の E または S のエクスポージャーが相殺されるなど、一つの要素が別の要素を緩和する場合もある。また、既述の通り、E、S、または G のエクスポージャーが顕在化する時間軸が長く、格付への影響が抑制される場合もあろう。これらのリスクが比較的長い時間をかけて顕在化するとみられる場合、発行体は ESG の課題を克服するために必要な時間を十分確保して財務を強化できるかもしれない [14]。他にも発行体ないし取引が強さを備える可能性がある。例えば、証券化取引は流動性ファシリティなどの構造的な特徴が支えとなる場合がある。発行体ないし取引の ESG リスクを含む様々な潜在的リスクに対する対応力を強化するような、ESG 関連ではないポジティブな信用上の要因が存在する場合もある。例えば、バランスシートの強さや(ガバナンスの IPS に補足されていない範囲で)、外部のサポートが発行体ないし取引に恩恵をもたらす場合がある。対照的に、ESG 関連のリスクがなくても格付の引き上げを限定するような、ESG 関連以外の弱さがあることもある。したがって、IPS が高く、CIS が低いという結果にもなりうる。

[12] ESG のエクスポージャーの影響がポジティブとの認識でも、格付への影響が重大でない場合のスコアは CIS-2 である。

[13] 例えば、極めて重大な環境リスクのエクスポージャーがある発行体でも、他の ESG 関連または非 ESG 関連の要因が信用力を十分に支えてそのエクスポージャーを相殺すれば、高い格付を得て、CIS が「中立ー低い」に該当する場合がある。

[14] 例えば、長い時間をかけて対応が可能であれば、コスト削減や新技術採用、あるいは情勢の変化に合わせたビジネスモデルや予算、バランスシートの調整などで対応する時間をより多く確保することが可能になるが、発行体によっては効果的な対応策を講じられない場合がある。証券化取引については、取引の法定の満期内で展開が予想される ESG リスクの影響を検討する。

付録 C:ソブリンの発行体プロファイル・スコアとクレジット・インパクト・スコア

本付録では、ソブリンにおける E、S、G の IPS と ESG の CIS(付録 A と B でそれぞれ説明)を特定する上で用いる一般的な枠組みを説明する。

通常のアプローチと同じく、E と S のカテゴリ・スコアは発行体プロファイル分析における一般的な参照値として有用である。ソブリンは、先進国と新興国のソブリンの 2 つのセクターに分けて考えるが、それぞれのセクターは広範で多様性に富んでいる。そのため個々のソブリンの E と S のカテゴリ・スコアは、セクターのカテゴリ・スコアと大きく異なる場合がある。定量的な指標を出発点として定性的な判断を適用し、発行体固有の E と S それぞれのリスク・カテゴリ、および E と S 全体のエクスポージャーを評価する。以下のセクションでは、可能な場合にムーディーズが適用する主要な指標 [15] [16]を説明する。これらの指標は参考値で、より多くのデータが入手可能になったり、その他の指標の方がより関連性が高いと判断される場合などには、指標の拡充・調整を今後行う可能性もある。特定のソブリンについて主要な指標が入手できない場合は、他のデータソースまたは定性的な判断のみに依拠することがある。

付録 A での説明の通り、それぞれのカテゴリ・スコアおよび IPS の特に E と S の弱さについて、関連する相応の緩和策ないし対応策を考慮する。

ガバナンスリスクについては、リスク・カテゴリのスコアと G の IPS はそれぞれ、ソブリンの格付手法にある制度とガバナンスの頑健性のサブ要因スコアおよび要因スコアからのマッピングに基づく [17]。

付録 B にある通り、CIS は、格付において重要なその他の信用上の要因としての ESG の影響を説明するものである。

発行体プロファイル

環境の発行体プロファイル

環境要因はソブリンのリスクの源となる可能性があり、その程度は長期的なトレンドによって変わる。例えば気候変動は、自然災害の頻発や深刻化に明白につながっており、経済基盤を脅かし、政府収入の打撃となり、リスク軽減策に向けた政府支出増加を招く。その他、世界的な脱炭素の潮流が二酸化炭素排出国の経済や財政に影響するなど、他にも環境リスクがある。したがって、ソブリンの環境の IPS が E-2 より良好な水準になることは想定し難い。

E カテゴリの評価

後述の主要な指標に加え、ムーディーズでは特に環境リスクの緩和策の有効性について定性評価を行い、リスク対応策としてのソブリンの政策や計画が具体的かつ十分であるかを検討する。こうした対応策には、気候変動への適応に向けた投資、経済や財政の二酸化炭素排出への依存を軽減する措置、自然資本や水資源の保全に向けた多額の投資などが含まれる。したがって、2 カ国のソブリンにおいて主要な指標が示す E のリスクへのエクスポージャーが同じであっても、環境に向けた対応策の有効性が異なる場合は 2 国間の評価に差が生まれる。しかし、大抵の場合リスクは大きく、継続的であることから、こうした対応策がソブリンが直面する環境リスクのカテゴリへの高いエクスポージャーを大幅に打ち消す可能性は概して限定されている。

低炭素社会移行:

ソブリンの経済、財政、国際収支は、二酸化炭素排出量の削減に向けて見込まれる世界的な潮流に影響される可能性がある。影響のあるセクターへの依存度が高いソブリンについては特にその可能

[15] 主要な指標とは、ムーディーズが定量的ツールで用いる指標、測定値、推測値など。定性評価を導くにあたってその他の指標ないし測定値を採用することもある。

[16] 関連性があり、グローバルに入手可能な指標は時期によって異なるだろう。データが入手可能でない場合、類似の指標の代用やその指標の省略を行い、リスク・カテゴリにほかの指標を用いたり、入手可能な情報の定性分析に基づくスコアを導く場合がある。

[17] セクター格付手法およびクロス・セクター格付手法はムーディーズのウェブサイトから閲覧可能。

性が高く、その他のソブリンについては低炭素社会移行リスクへのエクスポージャーが限定的な場合がある。

その国の GDP、政府の歳入、輸出の中に、二酸化炭素の排出が多いセクターがどの程度の比率を占めるかが評価に用いる主な指標である。国際エネルギー機関(IEA)やリスタット・エナジー(Rystad Energy)などが主なデータソースとなる。二酸化炭素排出国の政府の収入や輸出、経済活動などに対する脱炭素の影響について将来の見通しを評価するにあたり、シナリオ分析を用いる場合がある。

物理的気候リスク:

物理的気候リスクへのエクスポージャーを評価する上では、気候変動に関連するイベントが起こり、ソブリンの経済、財政、国際収支に継続的な負の影響が及ぶ可能性を検討する。また通常、そうしたリスクに対する感応度の低さないし高さにつながるようなソブリンの特性も考慮する。感応度は主に、気候に依存する経済活動の比率(農業や観光業など)や、インフラや医療制度の質などに左右され、海面上昇に直面するソブリンについては海抜が低い地域に住む人口の比率に左右される。例えば、海面上昇に直面する地域での経済活動の集中度が突出する場合、ソブリンの全体的な物理的気候リスクの評価は低くなる可能性が高い。

Four Twenty Seven Inc.(427)が提供する、熱波、水不足、洪水、豪雨、ハリケーン、台風、水面上昇への相対的なエクスポージャーの指標などが、ムーディーズの評価の基礎となる主要な基準となる。427 のデータが入手できない場合は、Notre Dame Global Adaptation Initiative または他のソースが提供する推計値を用いる。

水管理:

淡水不足はその国の経済の経済・政治の安定性を脅かす恐れがある。

世界銀行が提供する年間の使用可能な総淡水量に対する年間取水量の比率や、安全でない飲料水を利用する人口の比率などの指標が評価に用いられる主な数値である。

廃棄物・汚染:

廃棄物や環境汚染は経済、社会、金融に重大な悪影響を及ぼす恐れがあり、人口やエコシステムへの影響への対応策は多大なコストを伴う可能性がある。

ムーディーズが評価に用いる主要な数値は、国連が提供する微小粒子状物質(PM2.5)の人口調整平均、そして世界銀行が報告する国民 1 人当たりの年間都市廃棄物発生量である。

自然資本:

自然資本は経済活動の基盤を形成するものである。自然資本の枯渇は概して経済的、財政的、社会的なコストを伴い、例えば、国が重要な収入源を失う恐れや食糧確保の危機に直面する可能性がある。

ムーディーズが評価に用いる主要な数値は、国において保護対象となっている陸海領域や森林地域の比率や、国土に占める森林の比率などで、いずれも世界銀行の報告によるものである。

E のカテゴリスコアと IPS の導出

カテゴリ内の各指標のデータを正規分布に換算 [18]し、正規化されたデータの平均を導く(正規化後のカテゴリ数値)。次にソブリンをランク付けし、これが当該カテゴリ・スコアを評価する起点となる。最終的なカテゴリ・スコアは既述の通り定性的な判断を反映する。

[18] 各データについては、格付対象のソブリンの平均と標準偏差を算出する。各ソブリンの正規化後の数値は、データの数値から平均数値を引いた値を標準偏差で除した値に等しい。

総合的な環境 IPS の算出にあたっては、ソブリンの最高および平均のリスク・エクスポージャーを考慮し、定量指標および定性分析に基づいて通常は最も高いエクスポージャーを重視する。ソブリンの環境 IPS の範囲は E-2（中立-低い）から E-5（ネガティブ度が極めて高い）となる。

環境リスクと社会リスクは互いに相殺することはないため、最も高いリスクの深刻度が重要になる。例えば、E の要素においてソブリンが低炭素社会移行リスクに直面していなくても、そのことが物理的気候変動へのエクスポージャーを相殺することにはならない。S の要素においては、ソブリンが人口動態のリスクが高い一方で雇用・所得のリスクが低くても、高い方のリスクが緩和されることはない。（カテゴリ・スコアで示される）平均的なエクスポージャーの高さも重要な情報である。人口動態と雇用・所得のリスクに対して同程度の高いエクスポージャーがあるソブリンの方が、1 つのリスク・カテゴリでエクスポージャーがある場合よりも社会リスクの深刻度は高いためである。

社会の発行体プロファイル

ソブリンは、それぞれの国の固有の特性や社会構造に関連して、様々な社会的な課題に直面している。こうした要因は通常はソブリンの信用を圧迫するものとなり、プラスの影響をもたらすことは稀である。

S カテゴリの評価

環境リスクにおけるアプローチと同様に、以下で説明する主要な指標に加え、社会リスクに対する対応策の有効性などを中心に定性分析を行い、リスク対応に向けて設計されたソブリンの政策や計画が十分な具体性と規模を備えているかを検討する。こうした対応策としては、年金改革により、人口高齢化に伴う経済・財政への影響を効果的に軽減することが期待されることや、比較的最近の教育ないし医療への投資により、従前のデータが示す状況の改善が進むことが期待されるということが挙げられる。

次のセクションでは、ソブリンの社会要因による信用への主な影響を説明する。

人口動態：

人口動態は、人口の高齢化で経済成長が限定されたり、高齢者への社会サービス提供で財政が圧迫されたりするなど、経済成長や財政のリスクにつながる可能性がある。移民の急増に伴って社会的緊張が生じる場合もある。移民急増で人口の一部に対する社会サービス提供の質や経済の展望に影響が及ぶ、またはそのような人々の認識につながるためである。また、深刻ないし長く続くジェンダー間の不平等は、生産性、競争力、成長の可能性などへの制約となり、さらに社会的緊迫につながる可能性があることから、社会リスクの源泉となる。

評価に用いる主要な指標は、従属人口の比率[19]、労働人口の増加率、総人口に占める移民の比率、ジェンダー不平等指数などで、すべて国連および世界銀行の情報に基づく。

雇用と所得：

雇用水準、労働条件、生活水準の格差などは、ソブリンの経済、財政、社会的結束、政治などのリスクにつながる。

世界銀行が発表する若年層失業率、一定の所得水準を下回る人口の比率（1 日 5.50ドル未満で生活する人口の比率など）といったデータや、国連開発計画が公表する不平等調整済み所得指数などが、評価に用いられる指標である[20]。

[19] 従属人口比率は、働き手でない人口（一般的に 65 歳以上および 15 歳未満）の生産年齢人口（15～64 歳）に対する比率。

[20] データでは、所得分布の差を考慮するために 1 人当たり国民総所得（GNI）を調整している。

教育：

人的資本の開発が潜在的に限定的だと、経済成長が制約され、社会的な要求が増大する可能性が高くなる。

政府による教育関連支出の GDP 比、生徒 1 人当たりの政府の中等教育支出が 1 人当たり GDP に占める比率、中等教育就学率、不平等調整済み教育成果 [21]などが、評価の際の主な指標として用いられる。データは世界銀行および国連が発表するものに基づく。

住宅：

適切な住宅の不足は、成長の可能性の妨げとなるほか、住宅取得支援などの政府支出のニーズ増大につながる可能性があり、財政圧迫や社会的結束の弱体化、政治リスク増大などを招く恐れがある。

評価には、レガタム研究所の住宅困窮度指数が用いられる。

安全衛生：

安全衛生問題は、経済成長の可能性に影響したり（投資停滞などを含む）、公共支出の要求や財政に影響したりする可能性がある。犯罪の蔓延や医療へのアクセス不平等は政治リスクにつながる可能性がある。

評価で用いられる主な指標は、国民 1 人当たり医療支出の水準（生活費の格差を調整）、自殺率、5 歳未満死亡率、栄養不良の有病率、出生時の平均余命などで、すべて世界銀行のデータに基づく。

基礎サービスへのアクセス：

基礎サービス提供は経済活動の支えとなり、一方で基礎サービスへのアクセスの提供不足は社会的反発や不満の主な原因となる。

評価に用いる主要な指標は、電気、安全な飲料水、衛生サービス、携帯電話契約加入などの幅広いサービスへのアクセスで、いずれも世界銀行が発表するデータである。

S カテゴリスコアと IPS の導出

基本的には E と同様のアプローチを用いる。カテゴリ内の各指標のデータを正規化し、正規化されたデータの平均を導く（正規化後のカテゴリ数値）[22]。次にソブリンをランク付けし、これが当該カテゴリ・スコアを評価する起点となる。最終的なカテゴリスコアには定性的な判断を盛り込む。

総合的な社会 IPS を導くにあたっては、ソブリンの最高および平均のリスク・エクスポージャーを考慮し、定量指標および定性分析に基づいて通常は最も高いエクスポージャーを重視する。ソブリンの社会 IPS の範囲は S-1 から S-5 となる。

ガバナンスの発行体プロファイル

ガバナンスはソブリンの信用の質において重要な要素の 1 つであり、ソブリン格付手法におけるスコアカード要因にも組み込まれている [23]。

[21] 就学年数の分布における不平等を調整するもの。就学年数平均が同じ 2 つの国があっても、一方の国では人口の一部が平均を大幅に下回る就学年数となっている場合、その国の教育不平等指数は、より平等な分布の国に比べて悪くなる。

[22] 人口動態については、リスク上昇を特定する上で人口高齢化の喫緊性が重大である点を踏まえ、現行の従属人口比率と労働人口増加率に倍のウエイト調整を行う。

[23] クロス・セクター格付手法の一覧はムーディーズのウェブサイトから閲覧可能。

G カテゴリの評価

ムーディーズによるガバナンスの発行体プロファイルの評価は、ソブリン格付手法における制度とガバナンスの頑健性の要因に対する評価に基づく。

制度の構造：

制度の構造のカテゴリ・スコアは、制度・ガバナンスの頑健性のサブ要因である制度の質からマッピングされる。

政策の信頼性と有効性：

政策の信頼性と有効性のカテゴリ・スコアは、制度・ガバナンスの頑健性のサブ要因である政策の有効性に基づく。

2 つのカテゴリは、政策の信頼性と有効性の評価の一部である。

透明性と開示：

透明性と開示のカテゴリ・スコアは、制度・ガバナンスの頑健性のサブ・サブ要因の財政政策の有効性の評価の一部である。ムーディーズの評価は主に定性的で、財政報告の透明性を評価する指数（公開予算指数（OBI）や世界銀行の国別政策・制度評価（CPIA）における特定の評価など）や、国際通貨基金（IMF）が公表するサーベイランス（政策監視）に必要なデータの充足度の評価などに基づく。

予算管理：

予算管理のカテゴリ・スコアは、制度・ガバナンスの頑健性のサブ・サブ要因の財政政策の有効性からマッピングされる。

G カテゴリスコアと IPS の導出

ソブリン格付手法の制度・ガバナンスの頑健性要因のマッピングに基づき、ガバナンスの IPS を導出する。制度・ガバナンスの頑健性の要因スコアの aaa～a3 を G-1 に、baa1～baa3 を G-2 に、ba1～ba3 を G-3 に、b1～b3 を G-4 に、caa1～ca を G-5 にマッピングする。ガバナンスの発行体カテゴリ・スコアも、上述のサブ・サブ要因スコアに基づいて同様のマッピングを行う。

クレジット・インパクト・スコアの評価

付録 B での説明の通り、CIS は、発行体の格付において重要なその他の考慮事項のひとつとしての ESG 要因の影響を示すものである。

ESG エクスポージャーの信用への影響を評価するには、ESG エクスポージャーへの対応力を生む、またエクスポージャーを悪化させうるソブリンの信用プロファイルのその他の特性を評価する必要がある。ソブリンの ESG エクスポージャーに対する対応力とは、高いコストを伴う環境災害や社会的要求に対処する能力で判断される。ソブリンの対応力の一般的な例としては、所得水準の向上、財政力強化、ガバナンス強化などが挙げられる。ムーディーズによる対応力の評価は主に定性的だが、定量指標やソブリン格付手法の要因スコアも参考にする。格付を導く上で関連のあるその他の重大な信用上の要因を考慮して、ESG の信用への影響を評価することもある。

所得の増加は、外的ショックの緩和、政府支出に対する要求の抑制、これらに対処・阻止するための歳入基盤の充実につながることが多い。特に、所得の増加は、自然災害を受けた後の人々の対応力を増したり、人口の生産年齢比率の低下や、それに伴う年金コスト増加の影響を相殺すると考えられる。ソブリンの格付手法では、1 人当たり国民所得は購買力平価ベースの所得で測定する。

財政余力が大きい政府ほど、環境・社会リスクなどを含むリスクへの対応力は高くなる。こうした財政余力により、環境・社会問題による圧力があっても潜在的な成長力を維持することができる。また、

投資家が政府に十分な財政余力があると評価すれば、流動性リスクや外部からのリスクの軽減につながる。対照的に、すでに高水準の債務を抱え、債務負担能力が低い政府が環境・社会リスクに直面している場合、リスク軽減に向けて財政出動を行う能力は限られるだろう。ソブリン格付手法の財政状況の評価は、リスクに対応するうえでの政府の財政余力の概要を示すものとなる。

ガバナンスは一般的に、ソブリンの対応力の有無を判断するうえで重要な役割を果たす。相対的に強固な制度を持つソブリンは、環境リスクや自然資源を管理する能力や、社会的要求による圧力に対応する能力が高い傾向がある。ガバナンスはまた、あらゆる形の危機やショックへの政策対応の有効性を形成するものであり、こうしたイベントに対するソブリンの対応力に影響する。抑制と均衡の機能が弱い、行政の腐敗、政策目標達成の実績不足など、ソブリンのガバナンスの弱さが顕在化していれば、ESG リスクの評価や CIS のマイナスの影響が及ぶこととなる。

一部のソブリンの ESG リスクによる信用への影響を評価する際にはその他の考慮事項が重要となる場合がある。例えば、送金機能が高度かつ安定している新興国は、そのことが経済がショックに耐える支えとなることによる恩恵があるだろう。国全体の貯蓄水準 [24]もショックを緩和したり情勢に対処したりする能力の差につながる場合がある。

[24] 通常は、国民総所得に対する調整済み純貯蓄の比率を用いて有効な貯蓄がどの程度あるのかを評価する。これらのデータを公表している国連によると、国による持続可能性の水準の違いを反映するために純貯蓄には調整が加えられており、(i) 人的資本投資を考慮して教育関連の経常的公共支出を加味、(ii) 多様な自然資源についてその使用や消耗を考慮して推定される減少分を控除、(iii) 二酸化炭素や粒子状物質による損害を控除するなどされている。

ムーディーズの関連リサーチ

クロス・セクター格付手法は通常、セクター格付手法と併せて適用されるが、一部の状況では信用格付を付与するベースとなることがある。セクター格付手法およびクロス・セクター格付手法のリストについては、ムーディーズのウェブサイトを参照されたい。

信用格付の過去のパフォーマンスの頑健性および予測能力については、ムーディーズのウェブサイトに掲載されている。

「格付記号と定義」については、ムーディーズのウェブサイトを参照されたい。

ムーディーズ SF ジャパン株式会社
〒105-6220
東京都港区愛宕 2 丁目 5-1
愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 20F

Report Number: 1243450 (Japanese)
1243406 (English)

著者
Daniel Marty
Bill Hunter

プロダクション・アソシエイト
渡邉 エリ

(C)2021 年 Moody's Corporation、Moody's Investors Service, Inc.、Moody's Analytics, Inc. 並びに(又は)これらの者のライセンサー及び関連会社(以下総称して「ムーディーズ」といいます。)。無断複写・転載を禁じます。

ムーディーズの信用格付を行う関連会社により付与される信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについての、ムーディーズの現時点での意見です。ムーディーズの資料、製品、サービス及び公開情報(以下総称して「刊行物」といいます。)は、ムーディーズの現時点における意見を含むことがあります。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約における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又は経済的損害(インペアメント)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。ムーディーズの信用格付において言及された、契約における財務上の義務の類型に関する情報については、ムーディーズの刊行物である該当する「格付記号と定義」をご参照ください。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、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。信用格付、非信用評価(以下「評価」といいます。)及びムーディーズの刊行物に含まれているその他の意見は、現在又は過去の事実を示すものではありません。ムーディーズの刊行物はまた、定量的モデルに基づく信用リスクの評価及び Moody's Analytics, Inc.及び/又はその関連会社が公表する関連意見又は解説を含むことがあります。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、投資又は財務に関する助言を構成又は提供するものではありません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。ムーディーズは、各投資家が、相当の注意をもって、購入、保有又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を付与し、評価を行い、その他の意見を述べ、自社の刊行物を発行します。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、個人投資家の利用を意図しておらず、個人投資家が投資判断を行う際にムーディーズの信用格付、評価、その他の意見又は刊行物を利用することは、慎重を欠く不適切な行為です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家にご相談することを推奨します。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式若しくは方法又は手段によっても、全部か一部かを問わずこれらの情報を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により再製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布又は転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、規制目的で定義される指標(ベンチマーク)としてのいかなる者による使用も意図しておらず、これらが指標(ベンチマーク)と見なされる結果を生じるおそれのあるいかなる方法によっても使用してはならないものとします。

ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証も付すことなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズは、信用格付を付与する際に用いる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(独立した第三者がこの情報源に該当する場合もあります)を確保するため、すべ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、格付の過程で又は自社の刊行物の作成に際して受領した情報の正確性及び有効性について常に独自に確認することはできません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、いかなる者又は法人に対しても、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連するあらゆる間接的、特別の、派生的又は付随的な損失又は損害に対して、ムーディーズ又はその取締役、役職員、代理人、代表者、ライセンサー又はサプライヤーのいずれかが事前に当該損失又は損害((a)現在若しくは将来の利益の喪失、又は(b)関連する金融商品が、ムーディーズが付与する特定の信用格付の対象ではない場合に生じるあらゆる損失若しくは損害を含むがこれに限定されない)の可能性について助言を受けていた場合においても、責任を負いません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役職員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連していかなる者又は法人に生じたいかなる直接的又は補償的損失又は損害に対しても、それらがムーディーズ又はその取締役、役職員、代理人、代表者、ライセンサー若しくはサプライヤーのうちいずれかの側の過失によるもの(但し、詐欺、故意による違反行為、又は、疑義を避けるために付言すると法により排除し得ない、その他の種類の責任を除く)、あるいはそれらの者の支配力の範囲内外における偶発事象によるものである場合を含め、責任を負いません。

ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、信用格付、評価、その他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性又は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いません。

Moody's Corporation(以下「MCO」といいます。)が全額出資する信用格付会社である Moody's Investors Service, Inc.は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます)及び優先株式の発行者の大部分が、Moody's Investors Service, Inc.が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、1,000 ドルから約 500 万ドルの手数料を Moody's Investors Service, Inc.に支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO 及び Moody's Investors Service は、Moody's Investors Service の信用格付及び信用格付過程の独立性を確保するための方針と手続を整備しています。MCO の取締役と格付対象会社との間、及び、Moody's Investors Service から信用格付を付与され、かつ MCO の株式の 5%以上を保有していることを SEC に公式に報告している会社間に存在し得る特定の利害関係に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト www.moodys.com 上に"Investor Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy"という表題で毎年、掲載されます。

オーストラリア専用の追加条項:この文書のオーストラリアでの発行は、ムーディーズの関連会社である Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657(オーストラリア金融サービス認可番号 336969)及び(又は)Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972(オーストラリア金融サービス認可番号 383569)(該当する者)のオーストラリア金融サービス認可に基づき行われます。この文書は 2001 年会社法第 761G 条の定める意味の範囲内における「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内からこの文書に継続的にアクセスした場合、貴殿は、ムーディーズに対して、貴殿が「ホールセール顧客」であること又は「ホールセール顧客」の代表者としてこの文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接的に、この文書又はその内容を 2001 年会社法第 761G 条の定める意味の範囲内における「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。ムーディーズの信用格付は、発行者の債務の信用力についての意見であり、発行者のエクイティ証券又は個人投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。

日本専用の追加条項:ムーディーズ・ジャパン株式会社(以下「MJKK」といいます。)は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社(MCO の完全子会社である Moody's Overseas Holdings Inc.の完全子会社)の完全子会社である信用格付会社です。また、ムーディーズ SF ジャパン株式会社(以下「MSFJ」といいます。)は、MJKK の完全子会社である信用格付会社です。MSFJ は、全米で認知された統計的格付機関(以下「NRSRO」といいます。)ではありません。したがって、MSFJ の信用格付は、NRSRO ではない者により付与された「NRSRO ではない信用格付」であり、それゆえ、MSFJ の信用格付の対象となる債務は、米国法の下で一定の取扱を受けるための要件を満たしていません。MJKK 及び MSFJ は日本の金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号はそれぞれ金融庁長官(格付)第 2 号及び第 3 号です。

MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)は、同社が格付を行っている負債証券(社債、地方債、債券、手形及び CP を含みます。)及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、12 万 5,000 円から約 5 億 5,000 万円の手数料を MJKK 又は MSFJ(のうち該当する方)に支払うことに同意していることを、ここに開示します。

MJKK 及び MSFJ は、日本の規制上の要請を満たすための方針及び手続も整備しています。