松田千恵子 ^{株式会社コーポレイトディレ} 「日本CFO協会主任研究委員)

調宜期间: 2005年1月24日~2月4日 調査票回収数: 116社(回収率23.2%) 実施: 日本CFO協会 協力:(社)金融財政事情研究会

果たし得ると言えるだろう けおよび格付け会社は相応の役割を 価を助けるという趣旨において、 公表している。 投資家の信用リスクに 投資家に代わってこれを専門に行い とは不可能である。格付け会社は の信用リスクを全て自ら分析するこ その分析結果を、 する情報の取捨選択および分析評 格付け記号を使って 格付

の時期」が続いているようだ。 付け会社にとっては、ある意味、試練 方、ここ数年は格付けおよび格 新BI

ロスワールドコムといった巨大グローバ

際財務協会連盟(- GTA)が

取得予定の企業が三%、

取得を検討中の企業が一〇%であった。 格付けをすでに取得している企業が六六%

回答企業のうち、

で毎日無数に発行される負債(注1 いであろう。 という用語を知らない人はもはやいな 〇年前ならいざ知らず、格付け. 個別の投資家が、世界中 らざるを得ないのでは」(注2)といった 格付けの(依頼格付けへの)転換を図 格上げを迫られているのでは」「勝手 付け会社が新BIS規制をにらんで やされたりもしたが、最近では、格

ものの れている。「投資家にパルソラット、エン びたのも記憶に新しいところである 年来の格上げラッシュにもつながった り込まざるを得なくなり、それが昨 指摘もかまびすしい。 また、格付け ここ数年全世界的な批判にもさらさ ていた論議ではあったのだが、いよいよ 会社内部では実は以前からくすぶ さらに、格付けおよび格付け会社は 日本の特殊性」を実際に格付けに織 実勢の後追い」との批判を浴

そうとする動きが盛んになっている。 3)として、その有効性や役割を見直 滅的な崩壊を警告できなかった」(注 ル企業の危険性と最終的にはその破

付け会社へのボーナス」などともては

規制導入では、発表当時こその

格

格付けをめぐる国際的な動き

界二七万国の財務団体が組織する国 に公表した。また、後者については世 関の基本行動規範」(注4)を昨年 らにそれを具体化した 関の活動に関する原則」を策定、 が、二〇〇三年九月に る証券監督者国際機構(IOSCO 地域の証券規制当局等から構成され 前者としては、世界一〇五ヶ国の国・ 業財務側の双方から出てきている こうした動きは、金融業界側、 信用格付機 信用格付機 à î 今回のサーベイは、「格付けについての意識調査」「格付けに関する実態調査」の二分野に分けて実施した

今回の財務マネジメント・サーベイでは、格付けはどうあるべきか」をテーマに行った。(本誌編集部)

格付けをめぐるこうした動きに対し、日本企業の財務部門は格付けをどう捉えているのか **陸業界の双方で信用格付けプロセスのベストプラクティスを目指した活動が進められている。** 証券監督者国際機構(IOSCO)や国際財務協会連盟(IGTA)といった金融業界

格付けや格付け会社に関する議論が世界的な高まりを見せている

回答企業のプロファイルは、業種では製造業六一%、サービス業一一%、小売業九%:

またグループ年商一○○○億円超が六九%、グループ従業員数一○○○人超が七九%と大企業がその大半を占めた。

付け業界は極めて寡占的な状況にあ 昨今ならば、なおさらだ。一方で、格 強く意識せざるを得なくなってきた 開企業が資本市場による企業統治を るべきである。 環境変化とともに、 公 社に対する監視の眼は厳しくてしか 格付けの提供を業務とする格付け会 得る役割の重要性を考えれば、その の遵守を求める内容となっている。 れらを含む行動規範の策定およびそ と市場参加者とのコミュニケーション と利益相反の回避、 格付け会社の 質と誠実性、 だ。大別して、 準慣行規準)を公表している(注5)。 案:信用格付プロセス参加者向け標 について詳細を定め、格付け会社にこ 般投資家および発行体への責任 資本市場において格付けが果たし 格付け会社自身の行動規範の開示 これらが定めるところはほぼ共涌 格付け会社の独立性 格付けプロセスの品

を行っていく立場や、もう一方の、顧 言えるであろう。 れたということは意味のあることと 者)の立場から、こうした提言がなさ 客」である発行体(=企業の財務担当

盟加盟協会統一の意見書(公開草

理想と現実との大きなギャップ

姿」と、実態」との乖離の大きさであ あり、これら行動規範に対する意識 社に対してどのような考えを持ってい 務担当者は、格付けおよび格付け会 る。13頁に意識調査の結果を掲載し が、きわめて興味深いのは、「あるべき をひとつの中心に据えて調査を行 範公表直後というタイミングのよさも トサーベイでは、IOSCOの行動担 るのだろうか。今回の財務マネジメン それでは、日本における企業の財 結果に関する詳細は図表に譲る

い。このような中で、資本市場の監督 「アナリストの資格や経験、担当業界 に関する情報を公表すべきであり、こ に価するであろう。また なり(注6)と考えられているのは特筆 がある一方、実態としてそうなってい ある」格付け会社は、自らの経営内 れらは適宜アップデートされるべきで

容等に関する十分なデスクロージャー を行うべきである

といた、格付け会社の透明性に関わ

60(%)

まだ遠い状況と言えそうだ。 通りに自らを律している、というには を見る限り、格付け会社が行動規範 範同様の内容となっているので、これ はほぼーOSCOやーGTAの行動規 違う、との回答が目立つ(注7)。 設問 れているにもかかわらず、実態は全く る事項も、行動規範が相応に支持さ

格付け、格付け会社における主要な問題点は何だと思いますか?(複数回答) 格付け会社の独立性・中立性 法的な規制等の不足 23

無回答 1

CFO FORUM

格付け会社の質(格付け手法の充実、会計、法的規制変更への対応等

眼を働かせる存在としては心もとな 況を考え合わせると、厳正な監視の は相変わらず層の薄い社債市場の状 るべき投資家の存在も、日本において 付け会社に対して牽制機能を働かせ また、本来であれば、「顧客」として格 図られるとはなかなか期待しにくい り、競争原理により健全性の維持が

に関わるような行動規範に強い支持

といた、格付けや格付け会社の本質

慮事項を適切に知らせるべきである 格付けの基礎となる情報および考 利益相反を起こすような他の業務 格付けに際して、適切な知識および

経験を有する者を用いるべきである

たので参照してほしい。 特に

を分離すべきである



格付け会社への批判も変化

会社のほうも以前は

したがって、格付け

貴社の格付けが低い

企業の格付け会社への批判は格付け 映しているとも見て取れる。 企業における財務への意識変化を反 思われるが、この結果は、ここ数年の げラッシュも多少影響しているものと ど注目は集まらなかった。 昨今の格ト もののレベルの適切さについてもそれほ する声は比較的少なく、格付けその 格付け会社の利益優先姿勢を問題視 なっている。 一方、法的規制の不足や で、格付け会社の質(格付け手法の充 等における説明の不足」であり、次二 アナリストの質」格付け付与・変更 素は、格付け会社の独立性・中立性 点(図1)として挙げられた上位三亜 の結果だ。格付け会社の主要な問題 より直截的な設問においても同様 会計・法的規制等への対応等)」と 以前は

の問題がクローズアップ 本質的な意味での 質 てきた。それとともに 幕の効果も大分薄れ むにつれ、こうした煙 を経て意識変化が進 や会計、商法等の改革 った。だが、金融制度 が悪いからです」とい 見た場合に財務指標 のは、連結かつ時価で に巻くことが可能であ た説明で、ある意味煙

自体を問題視している企業がごくわず のといえるのではないだろうか(図3)。 の格付けに対する意識の代表的なも くないことがそうした問題を引き起こ やアナリストのレベルが実はそれほど高 ないか 説明責任を担う格付け会社 の説明があまりにも不十分なのでは 得いくものであれば受け入れるが、そ が資本市場の評価として公正かつ納 されてきたわけである。自社の格付け しているのではないか」というのが、最近 このことは、「質」の問題に言及した企 の多さに比べ、自社の格付けレベル

いるためであろう(図2) ひとつにはこうした心理が反映されて が相当意識されていた。格付会社に 使っているらしい」といった、彼我の差異 知らないようだが、先進的な手法を いった,畏怖。や、「日本のことはよく だかよく分からなくてちょうと怖い」と 自体のレベルに集中していた一方、「何

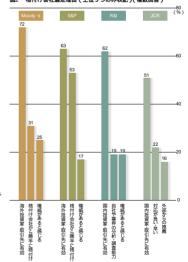
権威を感じる」割合が未だ多いのも

かしか存在しないことからも見て取れ 問題にしているものではもちろんない 摘を裏づけるものとなっている 格付け会社の質問内容が甘かった」と 処理していない」「 経営戦略についての 準の変更にいて格付け会社が的確に 待がなされていなり、あきらめられてい 全ての格付け会社やアナリストの質を いた声を聞くことが多く、上記の指 また、筆者自身も、最近では、会計其 る?)のは寂しい限りであるう(図2) として、格付けの質や対応にあまり即 る。そもそも格付け会社の選定基準 誤解のないよう言っておくが、これは

優秀で真摯に企業評価に取り組んで 自社の格付けについて総合的に満足していますか? 満足 3% 無回答 22 まず満足 23%

やや不満 19%

普通 25%



があるか、ということを踏まえたうえ	く、資金調達におけるひとつの基準と	の収入を支えているのは圧倒的に証	り返している 昨今の格付け会社
点から見た評価であり、その背景に何	の際の参考」としたいという回答も多	おさらだ。また、最近の格付け会社	いレベルに留まって古ぼけた対応を繰
身にとっても同様である)、債権者の視	発行の際の参考」としたい 銀行借入	絶えがち、というのが実情であればな	ているというのに、販売者ひとりが低
も「いい会社」とは限らないし、企業自	とするものである。また、「その他社債	さえ、中に居ると社外との交流は途	業評価の豊穣な世界からの糧を求め
主にとってトリプルAの会社は必ずし	いという格付け本来の用途に使おう	批判慣れしてしまってもいる。 ただで	わる段階を越えてその背景にある企
い会社です」というだけではなく(株	がら「公募社債の発行時に使用」した	まざまな批判にさらされているため、	に進んでしまい、格付けの高低にこだ
果は大きい 単に トリブルAだからい	た、図4)。最も多かったのは、当然な	社は防御的になりがちだ。昔からさ	まにか販売者のレベルを追い越して先
理解してIRに活用していくことの効	る。これも非常に興味深い結果となっ	こうした批判に対して、格付け会	啓蒙していたはずの、顧客」はいつの
うが、格付けが示すところを的確に	ように活用しているか、という点であ	者の対応のよさである。	
力の説明に使う場合、色々あるだろ	企業自身は格付けというものをどの	望んでいるのは商品の質であり、販売	取り残される格付け会社
の説明として使う場合、自社の信用	柱は、格付け会社の問題とは離れて、	と肝に銘じるべきであろう。 顧客が	
であった。株価に含まれる財務リスク	さて、今回のサーベイのもうひとつの	り、その要諦は顧客の声を聞くこと、	をさらに大きくしている。
を説いて回っている筆者には嬉しいもの		ールスを不要にする」(注8)ことであ	組みを持たないことが、こうしたズレ
報開示、さらにはデットーRの重要性	格付けの活用実態	る。マーケテングの究極の目標は、セ	客の声を聞き向上に活かす有効な仕
図りたいであったというのは、日ごろ情		だろう、とでも思っているかのようであ	える。販売者なら当然持つはずの、顧
で、次に多い回答が、IRへの活用」を	とを格付け会社には期待したい	という)オマケをつければ喜んで買う	の対応への不満となっているように見
注目せざるを得なくなる。その意味	ような、先進的な活躍を行っていくこ	多い。押し売りしてダメなら(格上げ	商品」の質や「格付け会社=販売者」
た資金提供者への説明責任についても	る。 それをより高次元に引き上げる	商法」とも呼べないほど稚拙なものが	り、顧客である企業の、格付け= 販売
考えるようになれば、必然的にこうし	ことで未だ成熟には程遠い段階にあ	ング戦略的には、残念ながら、武士の	放置や情報開示・説明不足につなが
また、資金提供者の側との関係を	銀行が担保偏重主義に走ってしまった	を置いたりしているものの、マーケティ	そのことが、玉石混交なアナリストの
背景が推測できる。	スク評価は、その引き受け手としての	付け会社も。マーケティング "担当	いないのではないか、ということである。
提供者の比較を進めつある、といった	取り残される。日本における信用リ	い。 依頼格付けへの転換を目指し、格	当の格付け会社はほとんど感じ取って
依存状況から脱し、さまざまな資金	疎いままでいれば、最終的には自らが	てくるだろう、といた発想自体が古	方を変えさせるに至っていることを、
とともに、企業側も銀行への全面的な	であろう。だが、耳をふさいで変化に	格上げをすれば企業は喜んでなびい	化が格付けおよび格付け会社への見
供者側のリスクリターンへの感度向上	付け会社の興味のありようは明らか	もあるがこの見方の真偽はともかく	の先進企業における財務への意識変
した使い方には、銀行を含む資金提	身者で占められているのを見ても、格	こしているのではないか、といった見方	あろつ。だが、気になるのは、ここ数年
もそれほどなかっただろうから、こう	の日本法人のトップが証券化担当出	転換させるために格上げラッシュを起	にとって有益なものとなっていることで

したアナリストとの意見交換は、企業 いるアナリストも数多く存在し、そう

BIS規制への対応上、依頼格付けへ 図式が頭に浮かんできてしまう。 新

り割けていない。 外資系格付け会社 間企業向けの格付けには資源もあま

ーンを銀行にわざわざ説明する必要 ステムが磐石だった頃には、リスクリタ

CFO FORUM

で大いに活用していただきたり

を見ていると、どうしてもこのような

券化案件の格付け手数料であり、民

なっている姿が浮かび上がった。 銀行シ



企業評価のものさしへ

情報開示と言っても、やみくもに何

略構築プロセス、にも適用できるので 企業の中での将来仮説策定= 経営戦 評価のプロセス、というのは、そのまま 高い。債権者の将来仮説策定=企業 の経営戦略策定ときわめて親和性が ズの変化に注目することとなり、企業 のだけに、中長期的なファンダメンター る時点での資金返済に関わっているも べて、債権者側の視点は、中長期のあ 予測も必要な株式サイドの視点と比 わち経営戦略は何であるのか、という ているのは、企業側の将来仮説、 作り上げている。 したがって、 求められ 金提供者の側は、自分なりにそれを スクリターンに関する仮説である。資 うに還元されるのか」という、将来のリ 会社に資金を預けたら、将来どのよ い。資金提供者が知りたいのは、この でも開示すればり、というものではな ことである。特に、短期的な株価変動 、すな

ものへと進化しているのである

た回答はあわせて三〇%近くもあ 等の実現度合の検証」に使いたいとい 略等の策定に活用」したい。経営戦略 活用する企業も増えている。 経営戦 こうした特徴に着目して格付けを

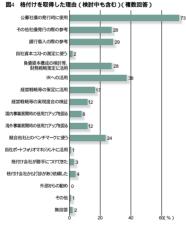
> 浸透してきたようだ。また、ここでは 企業が自らのために格付けを用いる 企業評価の考え方としての質を問う えに、先に見た格付け会社への要求も り広く、市場による企業評価の考え 回答も多かった。これらを見る限り とにも気づかれるであろう。 それがゆ 策定プロセスに必要な要素に対する 格付け」は元来の意味を超え、よ 格付けのあり方応用編」もずいぶん としての色彩を強めてきているこ

り、また、財務戦略策定に用いたり ベンチマークに使いたい」といった戦略 になった貴重なサーベイであった 意識することは欠かせなくなってきて である。近年の環境変化により うか。企業が多数の事業をマネジメ こうした活用が進むのではないだろ るボートフォリオマネジメントなどへも も、こうした状況を再認識すること いるが、格付けのあり方ひとつをとって 経営を行っていくうえで、市場の眼」を としての顔を持つことが不可欠だから TTポレート部門は「企業内投資家 トしていこうとすれば、企業における

は有利なので、一般的に高めの楮付けを付与している

れ、そのため外資系格付け会社の格上げラッシュを招 国内系格付け会社のほうが、外資系に比べて有利とさ る場合がある、格付けが高いほど自己資本比率算定に 権付け会社が銀行の貸出先に付与した権付けが使われ 本比率規制) においては、銀行の自己資本比率算定に B - S規制 (国際決済銀行による新たな銀行の自己資 (注2) 国内では二〇〇七年三月末から導入される新 るため「格付け会社」と呼び方を統一している。 る場合を除き、公的機関であるかのような誤解を避け 訳されるが、本稿では他資料などで訳語が決まってい Agency(CRA)と呼ばれ、信用格付け機関、とも 記している。また、楕付け会社はCredit Rating では、紙面の都合上信用格付けを「格付け」とのみ表 般的に信用格付け(Credit Rating)と呼ばれる。本稿 など)への格付けを行っており、こうした格付けは一 の他固定・変動金利付証券、および民間金融機関融資 (注1)格付け会社は、一般にさまざまな種類の負債

また、金融庁がま



予定であるため、 (注3) ることが望ましい」との意見を提出している。 庁の国内案に対し「非依頼格付けの利用も銀行に認め には、外資系精付け会社の一社であるS&Pが、 るとの指摘がなされている。 なお、二〇〇匹年一 けへの転換を進めるために評価を甘くする可能性があ には不利となり、それゆえに勝手格付けから依頼格付 よる格付けだけを自己資本比率算定基準として認める とめた新BIS規制の国内案では、企業からの依頼に いているのでは、との指摘がある。 勝手格付けの多い外資系格付け会社

AFTE、バリ、フランス)、二〇〇四年 Association Francaise Des Tresoriers 🗅 🗆 Enterprise Professionals (AFP、ペデスタ、メリーランド州): T、ロンドン、英国)、 "4" The Association of Corporate Treasurers (< C 信用格付プロセス参加者向け標準慎行規準の公開草案 The Association to Financial

にて全文を閲覧できる 注4)金融庁ホームページ (http://www.tsa.go.jp/

(注5)(注3)で示した公開草案、日本CFO協会市 ムページhttp://www.cto.jp/)にて全文を開覧できる。

と答えた割合が七〇%以上であり、かつその実態に対 合が五%以下である要素を抽出している。 して「全くその通り(に行われている)」と答えた制 (注6)行動規範のあり方に対して「全くその通り

〇%以上である要素を抽出している かつその実態に対して「全く違う」と答えた割合が ややその通り」をあわせた割合が八〇%以上であり (注7)行動規範のあり方に対して「全くその通り

ジメント」、一九九六年、ブレジデント社

注8) フィリップ・コトラー マーケティングマネ

今後はさらに進んで企業内におけ

および金融債務(公募・私募負債証券、優先株式、

[参考図表]

格付けについての意識調査(単数回答)

	全くその通り	ややその通り	何とも言えない	やや違う	全く違う	無回答
公的な規制機関、政府等)は、格付け会社が長期的に信頼性の高い格付けを 恒常的に実施できるかどうかを判断するために基準を設けるべきである	21%	35%	26%	10%	8%	0%
実態はどうだと思いますか?	1%	7%	44%	24%	22%	2%
公的な規制機関(政府等)は、格付け会社が用いる格付け手法の的確性や 質的な専門性について判断するための基準を設けるべきである	19%	34%	24%	11%	12%	0%
実態はどうだと思いますか?	2%	3%	43%	25%	24%	3%
格付け会社は、企業分析を担当するアナリストの資格や経験、 担当業界等に関する情報を公表すべきであり、これらは適宜アップデートされるべきである	46%	41%	10%	3%	0%	0%
実態はどうだと思いますか?	0%	8%	43%	32%	16%	1%
格付け会社は、格付けに際して適切な知識および経験を有する者を用いるべきである	81%	18%	1%	0%	0%	0%
実態はどうだと思いますか?	3%	28%	45%	20%	3%	1%
格付け会社は、運用上および法律上利益相反を引き起こすような 他の業務、コンサルティングなど、多分離すべきである	75%	17%	8%	0%	0%	0%
実態はどうだと思いますか?	3%	20%	53%	20%	3%	1%
格付け会社が、発行体と格付け情報の購入者(投資家)との双方から 手数料その他の支払を受けるべきではない	26%	26%	38%	9%	1%	0%
実態はどうだと思いますか?	5%	7%	56%	19%	10%	3%
格付け会社は、発行体との手数料や支払に関する話し合いに、 格付けプロセスに直接関係している者を参加させるべきではよい	45%	30%	22%	2%	1%	0%
実態はどうだと思いますか?	11%	16%	52%	15%	5%	1%
格付けおよびその基礎となる分析に関する情報については 格付け対象者の機密保持にかかりらない限りは、迅速かつ十分に、また分け隔てなく公表されるべきである	35%	27%	24%	11%	3%	0%
実態はどうだと思いますか?	3%	16%	47%	25%	7%	2%
格付け会社は、発行体に対して格付けの基礎となる情報および考慮事項を 適切に知らせるべきである	79%	16%	4%	0%	1%	0%
実態はどうだと思いますか?	4%	28%	39%	22%	5%	2%
格付け会社は、格付けの基礎となる情報および考慮事項に対して、 格付け対象者が事実誤認の修正もしくは追加的な情報の提供を行う機会を与えるへきである	62%	29%	6%	2%	0%	1%
実態はどうだと思いますか?	7%	30%	43%	15%	2%	3%
格付け会社は、発行体が格付けプロセスに参加したかどうかを開示すべきである	35%	25%	34%	4%	2%	0%
実態はどうだと思いますか?	4%	11%	57%	18%	8%	2%
格付け会社は、発行体の機密保持のための手続きおよび仕組みを明確化し、 厳守すべきである	71%	24%	3%	2%	0%	0%
実態はどうだと思いますか?	10%	24%	53%	9%	2%	2%
格付け会社は、質問や苦情等に対して十分対応するために コミュニケーションを行う担当部署を設けるべきである	44%	30%	25%	1%	0%	0%
実態はどうだと思いますか?	2%	15%	57%	16%	9%	1%
格付け会社は、自らの経営内容等に関する十分なディスクロージャーを行うべきである	57%	27%	14%	1%	1%	0%
実態はどうだと思いますか?	1%	11%	47%	25%	15%	1%
格付けは、現実的な範囲内でできるだけ早く発行体に通知されるべきであり、 遅延する場合にはその理由を明確にすべきである	57%	34%	9%	0%	0%	0%
実態はどうだと思いますか?	3%	32%	44%	16%	3%	2%

