

# 公開月例研究会講演記録〈第 237 回 (11 月 29 日)〉――

## 「日本企業の信用リスクに対する評価」 2004～2005 年度産業経営動向調査プロジェクト成果報告

日本大学経済学部教授	黒 沢 義 孝
日本大学経済学部准教授	三 井 秀 俊
埼玉大学大学院経済科学研究科教授	箕 輪 徳 二
文京学院大学経営学部教授	三 浦 后 美
学習院大学経済学部教授	小 山 明 宏

### 1. はじめに

黒沢でございます。

われわれの研究は全部で 6 名でしているのですが、今日は 5 名の研究者が報告する予定です。一人当たり 15 分ぐらいで、駆け足になりますが、お許しいただきたいと思います。

タイトルが「日本企業の信用リスクに対する評価」という、堅苦しい、分かりにくい題かも知れませんが、いまサブプライムローンで新聞、テレビで日夜騒がれております「格付け」のことです。

サブプライムに関しては、技術的な問題になりますので、後でご質問があればお答えしますが、この研究プロジェクトをしていた時は、まだサブプライムのサの字も噂になっていない時でしたので、この中には含まれておりません。

信用リスクというのは「企業が倒産するかもしれない」リスクですけれども、格付けに関して信用リスクと言う場合には、社債ですとか、国が発行する国債、地方政府が発行する地方債、あるいは銀行の預金ですとか、そういうものが約束通り弁済できなくなるリスクをいっております。格付会社はそういうリスクがあるものはすべて格付けの対象にするということで、どんどん格付けの対象は広がっております。

### 2. 総論および発行体の回答概要

さっそく中身に入らせていただきますと、二つの目的を持ってこの調査を行いました。まず一つは、日本で格付けは 1985 年から制度としては始まっておりますので、ずいぶん時間が経った現在、日本の市場で格付けがどの程度機能しているか、

もう一つは、社債を発行している発行体とか社債を購入する投資家、つまり格付情報の利用者から見て、格付けがどのように認識されているか、有益なものなのかどうか、この二つについて調査することが研究の目的でございます。

研究の方法は、日本企業及び投資家に対するアンケート調査の形で行いました。その対象になる格付会社は日本にいま 5 社あります。通称 R&I といわれております格付投資情報センターと JCR (日本格付研究所)、この二つは純粋に日本資本の格付会社です。ムーディーズ・ジャパン、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチはアメリカなり欧州なりの資本が入った格付会社で、世界的な活動をしています。この 5 社が日本の金融庁から指定を受けて格付活動をしております。

この 5 社が出す格付情報が発行体とか投資家にどのように認識されているか。発行体というのは社債を発行している企業とか国債を発行している国とかいう意味ですけれども、今回は企業に限っておりますので、社債の格付けということになります。

今までにわれわれが行ってきたような研究にはどういうものがあるかと言いますと、アメリカで Cantwell 社が 1996～2002 年までしていましたけれども、今はやめています。日本では国際金融情報センターが 1998～2003 年までしております。実は私がやっていたのですけれども、国際金融情報センターの組織上の問題があって、利害関係等の事情でできなくなった。それをわれわれアカデミック機関が引き継いだ、というふうにお考えいただければいいと思います。

アンケート調査の方法は、社債を発行している企業 500 社と投資家 500 社、合計 1,000 社にアンケート用紙を配布して、社債発行者には 25、投資家には 22 の質問項目で調査しております。

最初に私から、発行体から寄せられた回答をкаいつまんでご報告します。その後、三井先生が投資家から寄せられた回答を分析してご報告します。次に、関係するところをその他の先生にさせていただくことにいたします。

1,000 社にアンケート用紙を配布して、2 回やりましたけれども、回答率は第 1 回目は 27%、2 回目は 10%です。2 回目が高いのには理由がありまして、2 回目の時に、1 回目にやった所はもうやらなくていいと勘違いされたところもあるようです。1 回目については、発行体が 36%、投資家が 18%、平均 27%の回答が得られておりますので、この種の調査の回収率としては必ずしも低くないのではないかと考えています。

日本では 5 つの格付会社が格付けしているわけですが、その格付件数は 1 回目の調査では 544 件です。2 回目は、回収率が減ったこともあって 209 件です。

早速私の担当の発行体の回答概要をご報告したいと思います。社債を発行している発行体企業が格付企業 5 社に対してどのように思っているか、2004 年、2005 年と 2 回アンケート調査をしておりますけれども、回答の内容はそれほど変わりません。大体同じような傾向を示しておりますので、変わった所だけご説明いたします。

まず格付料金と格付情報料金です。格付けを受ける企業が格付会社に格付料を払うその料金は高いか安いかわかりませんが、発行体に聞いております。この MDY はムーディーズ・ジャパン、S&P はスタンダード・アンド・プアーズ・東京、Fitch はフィッチ・東京ですが、外資系格付 3 社は「高い」格付料を要求している。日本の格付会社は、「やや高い」よりも「妥当である」の方が多い。世界に名を轟かせているムーディーズ、SP、フィッチに対しては、高い料金でも格付けを受けてみようという発行体が多いことが、このアンケートからも明らかに分かります。

五つの格付会社全部から格付けを取っている企業はごく僅かですけれども、普通は 1 社ないし 2 社から格付けを取ります。その時にどの格付会社

を選ぶか、その理由を聞いております。一番多いのは「信頼できる格付会社だから」ですが、日本の格付会社に関しては、「格付料金が相対的に安いから」、「証券会社などから推薦を受けた」、「比較的高い格付けが期待できるから」という理由にも少し数字が入っています。

社債を発行する時点で最初に格付けをつけて、10 年債なら 10 年間、ずっとその格付けを格付会社はウォッチしていくわけですが、ただ、途中で経営内容が悪くなってきた、あるいは不況がやってきた、そういう時には格付けを変更いたします。その格付変更がタイムリーだったかどうか聞いています。「おおむねタイムリーだった」が圧倒的な比率を示しておりますが、外資系 3 社に関しては「1 年超遅かった」という回答もかなり寄せられています。変更に関しては、日本の格付会社の方がきめ細かく対応していることが伺われます。

格付けされた企業がその格付けに満足しているか聞いてみますと、現在つけられている格付水準が満足いくものかどうかという問いに対しては、「低過ぎる」がかなり多い。発行体としては当然高望みしますから、当たり前ですね。ただ、日本の格付会社、中でも JCR に関しては「おおむね妥当」とか「妥当」がそれぞれ 3 割を超えていますので、満足度はかなり高いということです。

「格付けの妥当性を判断する根拠は何ですか」と聞きますと、「格付会社が公表している格付基準」や「アナリストからの説明」よりも、「同業他社の格付け」を比較して妥当性を判断する企業が多い。これは日本人的特徴をよく表しております。先程言いました Cantwell 社がアメリカで同じような調査をしていますけれども、同業他社を見るなんていうのはほとんどありません。

格付けに対する満足度の 2 番目として、「格付会社のアナリストはあなたの会社をよく理解しているとお考えですか」と聞いています。格付会社のアナリストが来て、いろいろインタビューしたり、工場実査したりして評価するわけですが、格付会社の担当者はいろいろな業種のいろいろな会社を担当しますので、必ずしもその会社をよく理解して格付けしているとは限らない場合があります。しかし、JCR、R&I、ムーディーズのアナリストについては、「理解している」が半分ないし半分以上です。スタンダード・アンド・

プアーズとフィッチは「まあまあ」が多い。これは曖昧な表現ですけれども、回答から判断しますと、どちらかと言うと否定的な意味がかなり入った「まあまあ」だと考えられます。S&Pとフィッチに関しては、私の会社のことをよく理解していないアナリストが来ているのではないかという印象を日本の企業が持っている比率が高いということです。

あなたの会社が所属している業界のことをアナリストがよく分かっているかといいますと、これも同じような傾向で、JCR、R&I、ムーディーズが「理解している」が多いのに対して、S&P、フィッチは「まあまあ」が多い。

次に格付け調査の質です。格付け会社が調査して、格付けそのものの記号と同時に、レポートを発表します。それを見て、調査や分析の質をどのように評価しますかという設問に対して、圧倒的に「まあまあ」が多い。この「まあまあ」にも否定的な意味がかなりあるとすれば、アナリストはそれなりに評価しているけれども、報告書になると必ずしも満足していない。「質が低い」も、S&P、フィッチでは少し気になる数字が出ています。

以上は個別格付け会社についてのアンケートですけれども、指定格付け制度についても聞いております。アメリカでエンロン事件で格付けが大きな問題になりまして、「2006年格付機関改革法」という法律ができました。日本では金融庁が指定をする指定格付機関制度になっています。これもアメリカのように変えなければいけないのか、今のままでいいのか、発行体に聞いてみました。半分以上が「現行のままでよい」で、「分からない」もかなり多い。「緩和する必要がある」「強化する必要がある」「廃止すべきである」はあまりありません。

今回のサブプライムローンの問題では「格付け会社の規制を強化すべきだ」というのがマスコミの論調ですけれども、この調査の段階では、2004年度、2005年度を通じて「現行のままでよい」が一番多い。これは質問の仕方にも問題があったのかなという気もしますが、「分からない」の比率が高いことと併せて考えますと、発行体は、格付けは受けているけれども、制度まではよく知らないということかもしれません。

格付けの必要性についても聞いております。日

本でも格付制度は1985年から始まりましたが、その後しばらく社債のデフォルトは具体的に発生しなかったもので、それほど必要性はなかったわけです。公募債でデフォルトになったのは1996年のヤオハンが第1号で、それ以後は続々とデフォルトが発生しています。したがって、信用リスクがどのくらいあるか、情報として必要になったわけですけれども、格付け会社の情報が必要かどうかということですが、「格付けは必要である」が94%とか95%で、圧倒的です。「必要ない」もごく僅かありますけれども、ほとんどの発行体は格付け制度は必要だという回答をしております。

投資家については後程ご報告がありますが、発行体については、格付制度そのものの理解もそれなりに進んでおりますし、その必要性も感じていることが分かります。

それでは次に三井先生にお願いいたします。

### 3. 「投資家は格付け会社の情報をどのように評価しているか」

日本大学経済学部の三井です。

黒沢先生が発行体に関してのアンケート結果報告をなさいましたので、私からは投資家に対するアンケート調査結果を簡単に説明したいと思えます。

研究目的と研究方法は黒沢先生のお話とほぼ同じですが、投資家の側から見て、格付けや格付け会社に対してどう見ているか、また、格付けが市場で効率的に機能するための状況調査もいたしました。ここで投資家というのは、個人投資家は入っておりません。都市銀行、地方銀行、信用金庫、保険会社など、一般的に言われている機関投資家と考えていただければよろしいと思います。

先行研究も先程と同じですので省略いたします。

調査は記名・無記名選択式アンケートで、格付情報を利用している金融機関500社に対して調査票を送りました。

回答率は、2004年度が18%、2005年度が11%です。社会科学の場合、他のアンケート調査をしている研究者や先生に聞くと、10%以上返ってくれば統計的には有意と言えるそうですので、それほど少なくて偏った結果ではないと思っています。

質問内容は22項目で、赤字の部分が特に今知りたかった内容です。これは後でレジュメを参

照していただくとして、アンケート集計結果の主なものを五つのカテゴリーに分けてまとめてみました。

まず一つは格付情報の質と情報料金についてですが、「格付会社のどの情報を利用していますか」に対して一番多かったのが「無料のホームページを利用している」です。次に多かったのが「定期講読はしていないが、(無料の)公共情報を利用している」で、日本の投資家は情報に対してあまりおカネを払っていない。2004年度、2005年度、ともに同じような結果です。

料金については、ムーディーズとS&Pが高いという結果が得られています。日系企業についても、2004年度はあまりなかったのですが、2005年度になると、定期講読料金が高いと感じている投資家が多いという結果が出ています。

「格付会社の評価レポートの質をどのように評価されていますか」に対しては、どこの格付会社のレポートも、それなりに内容が優れているという結果が得られました。

二つ目は格付けに対する満足度です。まず「格付けの定義や、格付記号内容の表現方法は適切ですか」という質問では、どの格付会社についても「おおむね適切」という結果でした。

「格付けは信用リスク情報として使用できますか」と聞いたところ、フィッチ以外のどの格付会社の情報も投資家から見て「使える」が2004年度で80%以上、2005年度では90%以上か90%近い数字です。フィッチも60%ぐらいが「使える」と回答していますので、信用リスク情報として格付けはかなり信憑性が高いと考えられているようです。

通常、発行体が格付会社に依頼して格付けを行います。中には依頼されていない会社に対して格付会社が勝手に格付けを行う、いわゆる勝手格付けというのがあります。投資家から見ると、依頼されているようにさがれていまいが、格付けがあれば情報として使えるわけですから、勝手格付けに対して否定的な回答はあまりありませんでした。ただし、依頼された格付けなのか勝手格付けなのか、きちんと表示があれば問題ないということです。

三つ目は正しい格付けの根拠ですが、投資家から見ると一番重要だと思う判断基準は「格付けと予

想デフォルト率の適切な関係」です。次が「格付けの適切な変更」で、投資する側はこの辺を重要視しています。

「市場利回りとの関係において、格付けは適切であると思いますか」という問いに対しては、フィッチ以外は「おおむね適切」です。2番目の「どちらとも言えない」と合わせると、ほぼ90%以上になりますので、利回りとの関係でも格付会社が出している格付情報はそれなりに評価されているようです。

「予想デフォルト率との関係において、格付けは適切であると思いますか」では、「おおむね適切」と「どちらとも言えない」が同じぐらいで、この二つが回答の大半を占めています。先程のお話で、「どちらとも言えない」が否定的な意味が含まれているとすると、ここは判断に迷うところですが、日本ではデフォルトした例がほとんどないということも関係しているかもしれません。

「格付けの変更はタイムリーだと思いますか」でも、「おおむねタイムリー」と「どちらとも言えない」が大半を占めています。格付けの変更が後追いで困りますので、もう少し厳しい結果が出るかと思っていましたけれども、一般的にいわれているほど後づけでもないのかなと思います。

四つ目は指定格付制度についてですが、2004年度、2005年度ともに、「現行のままでよい」が過半数を占めています。「分からない」も2割ほどいて、先程の発行体と同じように、投資家の方も制度をあまり理解していない人たちがいるのかなと感じました。

五つ目は格付けの必要性です。「格付会社の存在は投資家にとって有益ですか」と聞きますと、2004年度も2005年度も「おおむね有益である」という答えがほぼ7割です。格付会社は最近マスコミでよく叩かれますけれども、投資家から見れば、情報機関の一つとして有益であるという評価をしているということです。

「格付情報は今後とも必要だと思いますか」では、6割以上が「必要である」、「ぜひとも必要である」が3割で、両方合わせると90%超えますので、多くの投資家は格付情報は今後とも必要であると考えているようです。

以上をまとめますと、投資家は格付会社の存在を必要としている。格付機関指定制度は現行のま

までよい。勝手格付けについては、これは勝手格付け、これは依頼格付けときちんと分けてあれば認める。格付け会社の情報の質を投資家はかなり高く評価している。格付けの正確さの根拠を利回りとデフォルト率に求めており、その観点から現在の格付け情報の正確さを評価している投資家が半数以上であるということになります。

今後の課題ですが、今回はアンケート調査をそのまま発表しただけですけれども、質問間の関連性を見て、もっと詳細に分析すること。二つ目は、アンケートの質問内容を変えて、もう1回調査を行うこと。もう一つは、この調査の期間は金利が低かったので、金利と格付けの関係はあまり影響がなかったのですけれども、最近金利が上がってきていますので、金利が上がった場合に利回りと格付けの関係がどうなっていくか見てみたいと考えております。

#### 4. 「社債権者保護のための債券格付制度と社債管理者制度」

共同研究グループに入れていただいています埼玉大学の箕輪と申します。大学では財務論を担当しています。よろしくお願いたします。

社債権者は、社債元本の償還、確定社債利子支払いの信用リスク、元本価格変動の市場リスク、流動性リスクにさらされています。そこで会社法は、社債発行会社に元本と利子支払い確保等の社債権者保護のために、原則的に社債管理者を置くことを義務づけています。旧商法では「社債管理会社」と言いましたが、現会社法では「社債管理者」と名称を変えて、さらに強化する形になっています。

他方、格付け会社は、社債投資を考えている投資家に対して、会社が発行する社債についての元利金の支払いの確実性について格付け号と文章で表示した投資情報を発表しています。

ただしそれは、信用リスク、クレジットリスクについて、あくまでも一つの意見として出している投資情報であって、それによって投資を促すものでもないし、保証するものでもない。ですから、エンロン問題の時も、今のサブプライムローンでも、格付け会社の情報についていろいろ話題に出てきますけれども、最後の法的責任は問われていないのが現状です。

私はこの社債管理者制度と債券格付制度について、アンケート結果を取り入れながら、社債権者保護の面から考えてみたいと思っています。

まず発行体による格付け及び格付け会社への課題として、これは私が解釈していることですが、一つは格付け水準が低いと感じている。特に欧米系に対して強く低過ぎると感じている。二つ目は、自社の格付けの妥当性基準の判断は「競合他社の格付け」が40%台で最高だけれども、他の要素も16~21%の範囲でかなり分散している。

三つ目は、アナリストによる自社の理解について、S&Pの36%、フィッチの16.7%を除いて、「理解している」が半数を示しているけれども、消極的な「まあまあ」が2005年度で33~52%を占めている。四つ目は、業界の理解についても、消極的な「まあまあ」が33~49%を占めていて、この点については発行体側はかなり不満足を表明しているという問題があります。

五つ目は、格付けの受益者を、投資家55%、格付け会社22%、投資家と起債者20%と考えていて、格付け会社が格付けを自分のビジネスのためにやっていると考えている。六つ目に、「指定格付機関」の意義が十分理解されていない。2005年度では「分からない」が32%もあるということです。

このような課題が発行体に対するアンケートからは出てきていますけれども、次に投資家に対するアンケート結果をまとめます。

主な点だけ申し上げますと、7番目の格付定義・記号・表現方法について、「おおむね適切」と認めているけれども、「どちらとも言えない」が20~42%あって、投資家はかなり疑問を持っている。

8番目の格付けの信用リスク情報としての利用については、62~94%が「利用できる」と考えている。

10番目の予想デフォルト率と格付けの関係は、「おおむね適切」と「非常に適切」が、2005年度ではフィッチの34%を除いて、52~65%である。しかし、「どちらとも言えない」「やや不適切」「不適切」を合わせると、フィッチは65%、その他の会社についても35~48%あって、必ずしも適切とは考えていないということです。

次に、日本で格付けがどのように導入され、今日使われているか、通史として説明しますと、

「戦後のわが国の格付けは、長期資金の配分調整のための起債調整として始まり、1966年5月に、その後1990年まで続いた格付制度の格付基準の原型ができた。その後、1972年10月、1977年4月と格付基準が緩和され、1987年7月の無担保適債基準等の発行ルールを導入、1990年10月に無担保、担保付双方の普通社債、転換社債、新株引受権付社債の全面的見直しにより、『入り口基準』と『無担保基準』に2分類し、インタレスト・カバレッジ・レシオとか純資産倍率とか配当などの数値基準を廃止し、格付基準に一本化、格付会社の格付情報による起債がスタートし、ここに投資家が、格付情報を利用して投資をする自己責任原則投資が本格的に始まったのである」ということです。

「入り口基準」と「無担保基準」については「産業経営動向調査報告書第30号」の168ページに書いておりますので、後程ご覧いただきたいと思いますが、その前のページの中ほどから下に、「1987年、格付会社の格付けが、国内社債発行の社債権者保護のための投資情報として、単独に利用することが始まったのである。加藤隼人氏は、1987年をわが国の債券の『格付元年』と呼ぶことができるとしている」とありますが、本格的には1990年ごろから、わが国でも格付会社の格付けが利用されてきたわけです。

格付けの問題と並んで、社債管理者制度についても研究を行いました。その結論は、レジュメの「小括」の所を見ていただきたいと思います。

「新会社法における社債権者保護のための社債管理者規定は、旧商法の考え方を基に、一層強化されたものになった。

会社法702条で、『会社は、社債を発行する場合には、社債管理者を定め、社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債の管理を行うことを委託しなければならない。ただし、各社債の金額が1億円以上である場合その他社債権者の保護に欠ける恐れがないものとして法務省令で定める場合には、この限りではない』である。つまり、各社債券が1億円以上または、社債券の数が50を下回る場合以外は、社債発行会社は必ず、社債管理者を定めなければならない。」

この社債管理者について、日本生命保険協会がその設置と機能についてアンケート調査をしてい

ます。その結果を参考にして、社債管理者を置かないでFA (Fiscal Agent) 債が一般的である、社債管理者を置くと管理コストがかかるので、起債会社は社債管理会社不設置債のFA債で社債を発行するわけです。しかし、社債権者保護の観点からは社債管理会社を置いてやってもらいたいというのが結論になっております。

## 5. 債券格付けの進化

### －大学格付け・病院格付けへの応用－

文京学院の三浦と申します。

これまでの3人の先生方と趣が若干違うのですが、私は債券格付けの進化について考えてみました。特に最近は大学の格付けとか病院の格付けなど、債券から離れた格付けが起きている。それが「第三者評価」という考え方として、いろいろなところに浸透していつている。これはどういう動きなのか、格付けの有り様が質的に変わってきているのかどうか。そのような問題を今回の研究の対象としております。

結論として、私は二つの点で大きく変わってきているのではないかと思います。まず1点目は、債券から離れた格付けというものが、一種の幽霊のように、「第三者評価」という形を変えて表れてきた。これはもはや債券から全く離れた、本質的に異質のものが生まれてきているのではないだろうか。

もう1点は格付機関の問題で、歴史的に見ると、格付機関はマーケットで評価されて淘汰されていく。結果的に、ムーディーズとスタンダード・アンド・プアーズが二分するマーケットが長く続いてきたわけですが、ところが、SECが指定格付機関として認定したフィッチが、その後、経営戦略上、幾つか合併して、組織として巨大化していった。過去の歴史の中ではあり得なかったことが1990年代後半から起きてきているということです。詳細は「産業経営動向調査報告書第30号」の207～217ページの私の論文をお読みいただくことにいたしまして、今日お配りしたレジュメのご説明をさせていただきます。

1枚目は有名な「ムーディーズのピラミッド」です。格付け手法の一つのスタイルとして、一番下にソブリンを入れて、だんだん格上げしていく。事業リスクというのは定性分析、財務リスクとい

うのは定量分析で、それを総合的に評価していくということですが、

2 枚目は R&I の格付けに必要な資料ですが、この中で通常の経営分析と違う点は、事業計画に関する将来 3 期分の予想を出させている。ここが格付機関の特徴であろうと思います。

3 枚目は黒沢先生の『格付け講義』から引用させていただいたものですが、格付けの際に一番問題になるのは定量的な分析ではなくて定性的な分析であろう。それを内部要因と外部要因に分けると、まず内部要因では、最近よく問題になる粉飾をなぜ格付機関は見抜けなかったのか。あるいは経営陣の質を数量化するのとは不可能ではないか。コーポレート・ガバナンスも、マトリックスをいろいろやっても、なかなか実態と合わない。これをどう評価していくかという問題です。一方、外部要因では、特に商慣習の変化という問題があります。経営学で言うチャンドラー・モデルが日本の企業モデルに合わないのではないか。これをどう数値化していくかということも重要な課題だと考えております。

格付けが進化していく中で、アングロ・アメリカン・モデルがグローバルスタンダードだと言うけれども、実はこれは偉大なローカルスタンダードではないか。ジャパン・モデルも決して悪いものではない。その両方を混ぜ合わせたハイブリッド的な発想のものを何か作らないと、アンケート結果に見るような、格付けを信じ切れないという現象がいつまでも続くのではないか。

以上が今回の研究で私が得た、今の所の結論でございます。「ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプトの流れ図」というのを一応書いておりますが、実はモデルにまでは到底辿り着いておりません。ここ 2~3 年、考え続けておりますけれども、ほとんど一歩も進んでいないという状況でございます。

## 6. コーポレート・ガバナンス・スコアリングの現状 —ドイツの DVFA による評価方法—

こんばんは、学習院大学の小山と申します。

この度は黒沢先生を研究代表者とする「日本企業の信用リスクに対する評価」という産業経営動向調査プロジェクトに参加させていただきました。1 年目がアメリカ、2 年目はヨーロッパへ調査に

まいりましたが、私は 2 年目の 2005 年 7 月、ヨーロッパ調査団に同行いたしました。黒沢先生を団長に、バーゼルⅡのインタビューとかいろいろありましたけれども、その一つに、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス・レーティングについての調査も入れていただきました。

実は私は、格付け、信用リスクに関する研究もさることながら、コーポレート・ガバナンスについても大変興味を持っております。格付けといいますと、クレジット・レーティングというのが世間的に最も知られているトピックですが、さらにそこから進みまして、コーポレート・ガバナンス・レーティングというのは一体どういふのか、日本企業についてコーポレート・ガバナンス・スコアリングをしてやろうと前から考えておりました。2006 年の暮れあたりから少し手をつけ始めて、最近ちょこちょこ数値を出したりもしているのですが、非常に難しい。

コーポレート・ガバナンス・レーティングを商売として行っているのは、私の知っているところではスタンダード・アンド・プアーズだけですが、そもそも一体、よいコーポレート・ガバナンス・システムとは何だろうかということについて、様々な論争があります。それをさらに、ある特定の会社について、コーポレート・ガバナンスがどの程度いいシステムなのか、いい状態なのかレーティングする、格付けするのは非常に難しいわけです。

Corporate Governance というのはアメリカでできた言葉ですが、私がかつて研究のために住んだことがあるドイツでも Die Corporate Governance と言っています。何故か女性名詞ですが、言葉自体は全く同じです。ただし、アメリカ流のコーポレート・ガバナンスそのものではなくて、ドイツの株式会社に合った定義もしくは考え方が示されている。つまり、「ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則」というものが 2002 年にできまして、以来、毎年改訂されて、2007 年も 6 月 14 日に改訂版が出ておりますけれども、それがドイツでは望ましいコーポレート・ガバナンス・システムだということになっています。

蛇足ながら申しますと、ドイツで格付会社として一番マーケットを支配しているのはスタンダード・アンド・プアーズとムーディーズであります。

ドイツの会社でも格付けを持っている会社はありますけれども、まずは世界的に認められているスタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズから格付けを得る。そのうえで、ドイツにある固有の格付会社から格付けを取るという形です。

「産業経営動向調査報告書第30号」の108ページにDVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung) というのがあります。これは格付会社ではありませんけれども、スコアカードの開発によって、コーポレート・ガバナンスの善し悪しを具体化する試みをしております。

コーポレート・ガバナンスの善し悪しを具体化するには、よいコーポレート・ガバナンス・システムとは何かという、ある程度一致した基準がないといけない。アメリカの場合には、スタンダード・アンド・プアーズをはじめとした長い歴史を持つ格付会社があって、株式市場を中心とした、株主にとって望ましいコーポレート・ガバナンス・システムは何かという、文章化されたものではないにしても、アメリカで活動する経済関係者の大半が一致して認められるような基準があると考えられます。ドイツの場合、それに当たるのが先程言いました「ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則」です。

Deutsche Corporate Governance Kodexには何条かありまして、そこで望ましいとされている状態からどれぐらい離れているか。理想的なシステムとしてのドイツ・コーポレート・ガバナンス原則に対して、どれだけ一致していないかチェックして、毎年、年次報告書で報告することになっています。

123ページはその例ですけれども、2003年5月21日の古いバージョンですが、会社に依頼を受けて、こういう項目について会社をチェックして、さらに経営者に面接をして得点化していく。ただし、この結果については公表されていませんので、ドイツのどの会社のコーポレート・ガバナンスの得点が何点か、ちょっと分かりません。

よいコーポレート・ガバナンス・システムとは何かというドイツにおける基準を大まかに言いますと、126ページにあるように、真ん中にGesamtscore、トータルスコアがあります。左の一番上が株主と株主総

会がどうなっているか。次がTransparenz、透明性が確保されているか。次が決算制度がどの程度正当に行われているか。それからコーポレート・ガバナンス・コミットメントというのは、会社としてよいコーポレート・ガバナンス・システムを実現するのにどれぐらいコミットしているかということ。これに関してそれぞれ個別に点数を計算して、それを最終的にトータルスコアとして合計して出すということです。

「ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則」というのは、コーポレート・ガバナンス原則政府委員会が毎年更新を行っています。これはドイツのヤフーから引くことができ、最近英語版も出ておりますので、ドイツのコーポレート・ガバナンス原則がどういうものか、誰でもすぐ分かるようになっております。

最後に問題点が二つあります。一つは、ドイツの場合、よいコーポレート・ガバナンス・システムの基準は、執行役会よりも監督役会がいかにか機能するかによって、かなりのスコアが決まってしまうということ。

二つ目はスコアリングの問題です。ドイツの場合、DVFAのようにきっちりとアンケートを取れば問題ないと思いますし、アメリカでのスコアリングも問題ないと思いますけれども、日本で行われているガバナンス・スコアリングは任意の機関によるアンケートによるものですので、かなり信頼性に欠けるものになっているのではないかと。

私も日本の企業についてスコアリングをしたいと思っておりますけれども、その際には、公表データを使って、公表データから様々な加工をした指標をコーポレート・ガバナンス・スコアとして使うことが適切ではないかという結論に達しております。

○黒沢 駆け足で5名で報告いたしましたけれども、もう1人、この研究が始まった時は東京大学だったのですが、今は東京経済大学におられる若杉先生も入っておられまして、「産業経営動向調査報告書第30号」の135ページから書いていただいております。今日のご都合が悪くて出席されております。