

関 連 研 究 報 告

- 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——
- コーポレート・ガバナンスと格付け
——コーポレート・ガバナンスと社債の格付けという観点
からの JCGR の JCGIndex 調査の紹介——
- 社債権者保護のための債券格付制度と社債管理者制度
- 債券格付けの進化
——大学格付け・病院格付けへの応用——

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 ——

学習院大学経済学部教授

小山明宏

1. コーポレート・ガバナンス・スコアリングについて¹⁾

1.1 コーポレート・ガバナンス・システムはパフォーマンスにどのように影響するか

パフォーマンスに対するコーポレート・ガバナンス・システムの影響については、これは、という結論は現れていないというのが、正直なところであり、現状である。アメリカの有力な格付け会社である S&P は、サービスの一環として、コーポレート・ガバナンス・スコアリングを行っており、そこでは、公式のコメントとして、次のような叙述がある²⁾。

2003 年 4 月の商法改正を契機に、コーポレート・ガバナンス（企業統治、以下、ガバナンス）の改革を進める企業が増えているが、格付けにとっても、コーポレート・ガバナンス評価（以下、ガバナンス評価）の重要性は高まっている。S&P の格付けにおいて、ガバナンス評価は独立した項目ではないが、ガバナンスの優劣は、信用リスクや経営陣の能力などの格付け要因に間接的に影響を及ぼす。昨今の企業不祥事などを受け、世界的にガバナンスの重要性は再認識されている。S&P では 1990 年代後半から総合的なガバナンス評価を行う専門部署を創設し、その部署の公表するレポートをアナリストが参考にしてはいるほか、幅広くガバナンスに関する情報を収集している。

ガバナンス評価を重視する理由としては、第一にエンロンのように、ガバナンス上の問題が一因となって破綻する例が増加しているためである。言い換えれば、ガバナンスを分析することで問題の早期発見に道を開こう、という動機が働いている。

第二に破綻に至らないにしても、企業のガバナンスの弱さが市場の信認低下につながり、資金調達や財務の柔軟性を損なう場合がある。たとえば、前会長が逮捕された武富士や、子会社の不正会計が明るみに出た韓国の SK コープがそれに当たる。

第三に、健全なガバナンスは、経営改革の原動力として信用力にプラスの影響を及ぼしうる。現在多くの日本企業が、過去の成功モデルから脱却することを迫られているが、健全なガバナンスが機能することで戦略の実効性が高まると期待される。

株主利益 VS. 債権者の利益

一般にガバナンスは株主利益の重視ととらえられる向きが多い。債券格付けとガバナンスはどのような関係があるのかを整理してみたい。

S&P はガバナンスの定義を株主だけでなく、すべての財務上の利害関係者にとって、公正な利益分配を保証するための経営上の仕組みと位置づけている。通常、企業は複数の

ステークホルダー（利害関係者）を持つが、経営者がどちらか一方の利益に傾斜することなく、公正でバランスのとれた利益配分を行うことが企業の健全な発展につながると考えるからである。長期的に見て株主の利益を高める政策は債権者への返済能力を高め、プラスとなる場合が多い。流動性が潤沢でない場合の自社株消却のように、株主にとってプラス、債権者にとってはマイナスに見える事例もあるが、どちらかといえば例外的なケースではないか。

以上のように、ガバナンスは格付けにとって重要であるが、ガバナンスの仕組みを改善すれば、格付けが並行して上昇する、というものではない。健全なガバナンスは、経営に問題がないことを確認する「必要条件」であり、格付けは、あくまでも収益力、資産の質の改善など、具体的な業績で判断される。業績の分析にあたって、ガバナンス評価が影響を及ぼすことはある。たとえば、適切なガバナンス体制を持つ企業とそうでない企業があり、両者とも業績が改善していると仮定する。前者では、改善が一時的なものではなく、持続性を持つであろうと判断される可能性が後者に比べて高くなる。

S&P は 2003 年にオリックスの格付けを「トリプル B」から「トリプル B プラス」に引き上げた。これは、同社の自己資本比率や、資産の質が改善傾向にあることを評価したもののだが、ガバナンスが強化されたことも、将来にわたり安定した業績が期待できるという判断の根拠の一部である。

一方で、弱いガバナンスが格付けに与える影響もある。ガバナンスに問題を抱える企業の場合、表面的な財務内容がよくても、その実態を割り引いてみる必要性はある。不良債権を公表数字より保守的に見る、などが一例である。米国 SEC の調査でも、ガバナンスの弱い企業は高いリスクプレミアムを払っている、という結果があり、市場参加者も同様な見方をしていることがわかる。

また、ガバナンスの弱い企業は、企業の再建を要するような危機に直面した場合、適切な対応がとれず、市場の信頼低下と格下げが連鎖的に生じやすくなる。たとえば S&P は 2004 年 2 月に武富士の格付けを「トリプル B プラス」から「トリプル B」に引き下げた。これは、盗聴事件に伴い事業環境が悪化しており、社内の改革や投資家の信頼回復も遅れていることを反映している。同社は創業者に実権が集中し、創業者一族の株式保有比率が高いために、外部チェックが働きにくい体質を持っていた。事件後、会長は辞任し、外部メンバーによるコンプライアンス委員会が設立されたが、抜本的なガバナンスの強化につながるのかは、さらに注視する必要がある。

野村證券では 97 年の不祥事（総会屋への利益供与）の際、トップをはじめ取締役の大半が辞任し、経営の大幅な刷新が断行された。結果として投資家の信頼も回復し、格下げも回避できたが、これはガバナンスが比較的有效に働いた例といえる。

ガバナンス評価の手法

企業のガバナンス評価については、定量的にとらえることが難しく課題が多いのは事実だが、S&P では分析手法をさまざまに工夫している。第一に経営トップのコミットメントを重視している。ガバナンスの「体制」がいかに整備されても、それを生かすのは経営者の意思によるからだ。たとえば、トップがどれだけ外部の声に耳を傾ける姿勢を持って

いるのか、悪い情報や批判を受け入れるか、社内の風通しはどうか、などが判断の材料となる。第二に株主構成も重要である。一般には多様化し、かつ発言力を持ち積極的にコミットする投資家がいることが望ましい。韓国の財閥のような複雑なオーナー支配や、日本に見られる実質的な資本の持ち合いは、ガバナンスにとってはマイナス要因となる可能性がある。このほか、情報の透明性、財務関係者のチェック機能がどのように働いているのか、なども重要なポイントである。

S&P はガバナンス定量化の試みとして、「コーポレート・ガバナンススコア」という評価制度を策定している。これは企業の依頼に基づき、ガバナンスのインフラや実行状況を分析、1－10 で評価するものである。日本企業では、2002 年にオリックスが公開している（「全般的に強固」、スコア：7.9）。スコアの評価は表面的なチェックではなく、実行状況が重視される。たとえば取締役会に社外役員が多数占めることは一般にプラスであるが、その場合、社外役員の利益相反はないか、取締役会で活発に活動しているか、なども調査の対象である。有効なガバナンスのあり方は企業によって、あるいは市場環境によって多種多様であり、踏み込んだ分析が必要である。

1.2 スタンダード・アンド・プアーズによるコーポレート・ガバナンス・スコアリング

S&P は、2002 年以来、企業の依頼により、コーポレート・ガバナンス・スコアを提供している³⁾。これは、コーポレート・ガバナンスのスコアリングの試みとして、最も初期からの、そして注目される試みである。

S&P のコーポレート・ガバナンス・サービスの手法では、企業の経営、取締役会、株主とその他財務的利害関係者間の相関関係について分析を行う。S&P のコーポレート・ガバナンス・サービスでは、以下に述べる 4 つの要素に基づくガバナンスの包括的な基準について評価を行っている。

- ①株主構成
- ②財務的利害関係者との関係
- ③財務の透明性と情報開示
- ④取締役会の構成とプロセス

コーポレート・ガバナンス・スコア

コーポレート・ガバナンス・スコアおよびそれに付随する分析によって企業は、競争が激化する市場におけるさらなる差別化を図ることができる。コーポレート・ガバナンス・スコアは、以下の 2 つの分析が反映される。

企業のガバナンスとは、S&P によると、「企業の経営陣、取締役、株主とその他財務的利害関係者間の相関関係」の有効性の分析を意味し、そこでは個々の企業のガバナンスの社内組織におけるガバナンスとプロセスに焦点を当てることになる。

コーポレート・ガバナンス・エバリュエーション

S&P のコーポレート・ガバナンス・エバリュエーションは、コーポレート・ガバナンスにおける強みと弱みを明らかにしたいと希望する企業に対して行われる非公開の診断

サービスである。また、このサービスは、企業が既存の基準を、コーポレート・ガバナンスの、実践のためのガイドラインをベンチマークとして比較対照させる一助ともなるであろう。投資家の要望があれば、特定の企業に対してカスタマイズした調査を非公開に実施することも可能とのことである。

コーポレート・ガバナンス・スコアおよびエバリュエーションは誰にとってのメリットか
企業にとって

- ◆インベスター・リレーションズの一環として、コーポレート・ガバナンス・スコアがなければ自社への投資を考えないであろう新たな投資家を引き付け、つなぎとめる
- ◆コーポレート・ガバナンス基準を示すことで投資家に向けて自社の差別化を図る
- ◆改善の基準として利用する
- ◆増資のプロセスにおいて、投資家に追加情報を提供する（株式公開、債券発行、シンジケートローン、M&A 取引）

投資家にとって

- ◆異なる企業間のコーポレート・ガバナンス基準を明らかにし、比較する
- ◆企業がいかに事業を行うかを理解し、コーポレート・ガバナンス・リスクの特徴を測る
- ◆少数持ち分株主を含め、株主の利益を企業経営陣がどのように扱っているかを把握する
- ◆企業の相対的な透明性を把握する
- ◆投資判断を行う際の追加情報を得る（戦略的投資家およびポートフォリオ投資家）

コーポレート・ガバナンス・スコアの規準

S&P は、コーポレート・ガバナンス基準のための評価手法を開発した。この手法の開発は、1998 年より行われており、多くの国際機関およびコーポレート・ガバナンスの専門家によって提案されたコーポレート・ガバナンスを実践する上での原則を統合したものである。

定義

「コーポレート・ガバナンス・スコアは、優れたコーポレート・ガバナンス・プラクティスの規約および指針を現時点で企業がどの程度まで採用し、遵守しているかに関する S&P の見解である」

コーポレート・ガバナンス・サービスの見解において、企業がどの程度までコーポレート・ガバナンスのベストプラクティスの規約および指針に適応しているかは、「CGS－1」（最低）から「CGS－10」（最高）までのコーポレート・ガバナンス・スコア（CGS）によって表わされる。

さらに、これらのスコアは、下記の 4 つの要素についてもそれぞれ与えられ、それぞれが総合的な CGS の要素となる。

①株主構成

株式所有者の透明性

株式所有の集中および影響

②財務的利害関係者との関係

株主総会の規定の容易さ、アクセスの容易さおよび情報開示

議決および株主総会の手続き
所有権（所有権の登録と譲渡および公平性）

③財務の透明性と情報開示

情報開示の質と内容
開示のタイミングと開示情報へのアクセス
監査法人の独立性および地位

④取締役会の構成とプロセス

取締役会の構成およびプロセス
取締役会の役割および有効性
社外取締役の役割および独立性
取締役および経営陣の報酬，評価および承継方針

ただし，今日，現在のスコアはすべてが得点法ではなく，たとえばオリックスの現在のコーポレート・ガバナンス・スコアは7＋である．

2. ドイツ企業のコーポレート・ガバナンスのスコアリング

2.1 ドイツにおける「コーポレート・ガバナンス」という用語の意味・解釈

ドイツでは，コーポレート・ガバナンスという用語は「企業における，請求権者グループ（ステークホルダー）すべての間に，最適な利益の配分調整を行うことを確保するための指揮およびコントロールする組織のことである（Peter Witt [2000, Zeitschrift, Führung und Organisation]）」⁴⁾ というものが大方の解釈となっている．これは，我が国におけるコーポレート・ガバナンスという用語に関する実に幅広く多様な解釈と比較すると⁵⁾，誠にシンプルなものと思われる．

そして，我が国のコーポレート・ガバナンス論との，もうひとつの大きな違いは，ドイツでのコーポレート・ガバナンス論では，「良いコーポレート・ガバナンス・システムとは何か」という議論の対象が，一足飛びに「監督役会（Aufsichtsrat）の『質』」，すなわち「すぐれた監督役会（qualifizierter Aufsichtsrat）」とは何か，という考察が中心になってしまうことである．こうして，コーポレート・ガバナンスのスコアリングという議論でも，ドイツのそれは「監督役会の質の計測（Qualitätsmessung von Aufsichtsräten, quality measurement of Aufsichtsrat）」という問題意識が，まずやってくることになる．そして，以下に述べる Wolfgang Bernhardt（Universität Leipzig）らによる，Die Corporate Governance-Scorecard' の試みは，ドイツにおける典型的なコーポレート・ガバナンス論を中心に，ドイツなりのくふうを加えたものとして注目できる．

次に，ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス原則についてであるが，この DVFA によるコーポレート・ガバナンス・スコアリング初版に関しては留意点がある．すなわち，DVFA によるコーポレート・ガバナンス・スコアが初めて公表されたとき，結果とし

て「コーポレート・ガバナンス原則」にあたるものは4つ存在していたからである。それは次の4つである⁶⁾。

- ①政府バウムス委員会によるもの
- ②フランクフルト・グループによるもの
- ③ベルリン・グループによるもの
- ④政府クロメ委員会によるもの

この中で DVFA によるコーポレート・ガバナンス・スコアリング初版が準拠しているのは、④政府クロメ委員会によるもの、である。

2.2 ドイツ企業に関するコーポレート・ガバナンスの DVFA によるスコアリング

2.2.1 DVFA によるコーポレート・ガバナンス・スコア（初版）

DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung, ドイツ財務分析・投資顧問連合⁷⁾) は、スコアカードの開発によって個別企業のコーポレート・ガバナンスの良し悪しを具体化することを試みた。DVFA のコーポレート・ガバナンス・ワーキンググループは、このスコアカードを DVFA 標準評価法として取引所に上場の企業のコーポレート・ガバナンス実務のために開発したものである。多くの作業と時間を節約する、このようなスコアカードの利用は、企業評価というますます重要となる分野において、企業の具体的な分析を支援するものとなる。

Wolfgang Bernhardt [2000] に基づく、„Die Corporate Governance-Scorecard”の概要は、次の通りである⁸⁾。

《目的》

コーポレート・ガバナンスは財務分析や投資の専門家にとって、現代の企業分析のための重要な分析用具であり、従来の評価手続きに不足するところを補ってくれる。

コーポレート・ガバナンスでは意思決定に関する様々な委員会の専門的能力、コミュニケーション、コントロールなどを考察する。これらの「ソフトファクター」は企業の評価にあたり、非物質的な生産要素としてますます、重要な意味を持つこととなっている。

„Die Corporate Governance-Scorecard”は、アナリスト、投資家、企業に、これらのファクターの評価のための、実務に耐える分析用具である。

《法的基礎》

執行役会 (Vorstand)、監督役会 (Aufsichtsrat)、株主の間の権限の分配については、多くの法律（たとえば Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich v.27.4.1998, KonTraG や Kapitalaufnahmeregulierungsgesetz, KapAEG など、及び Übernahmegesetz や Finanzmarktförderungsgesetz など）の対象となっている。これらの株式・資本市場関係の法律の包括的な規制によって、実質的な、国際的に認知されたコーポレート・ガバナンス原則は基本的に考慮されている。

《資本をめぐるグローバルな競争には国際的なスタンダードが必要》

グローバル化とリスク資本をめぐる国際的な競争の激化によって、コーポレート・ガバ

ナンス・システムの調和化へと進む。投資家はより良い投資パフォーマンスを求めて、企業に対して、注文（要求）の多いコーポレート・ガバナンス原則への転換を望んでいる。

《ドイツのコーポレート・ガバナンス原則》

こうして、資本市場を指向した企業は、もし資本をめぐる競争に耐えることを望むなら、法的な義務を上回る、注文（要求）の多いコーポレート・ガバナンス原則を満たさなければならない。実務に耐える、国際的に見て当該国に特有な原則への転換が不可欠である。このような課題はドイツでは「コーポレート・ガバナンス原則委員会（Grundsatzkommission CG）、前述のフランクフルト・グループ」が引き受けた。彼らは、Code of Best Practice'の中で、価値創造をめざした責任ある企業経営、コンツェルン経営の実現に資する原則を起草している。DVFAによる、Die Corporate Governance-Scorecard'のサンプル（初版）を巻末資料1で示す。これは2000年6月にベルリン、フンボルト大学で開かれたドイツ経営学会第62回大会での資料による。そしてこれは、DVFAが作成したコーポレート・ガバナンス・スコアの初版となった。この時点でDVFAスコアが依拠しているコーポレート・ガバナンス原則は、DCG－Kodex（政府クロメ委員会）によるものであった。DVFAのスコアの算出方法の構成項目と配点（2000年初版）は次のように要約される：

コーポレート・ガバナンスへのコミットメント（15%）

株主の権利の保護（20%）

透明性（20%）

企業の管理体制（30%）

監査（15%）

この初版を公表したとき、DVFAはこの採点表を当該企業に配布し、自らの採点を依頼している。そしてその一方で、外部のアナリストによる採点も行い、その二つを一覧表にして掲げている。これは大変興味深く、そのズレに注目すべきである。

対象はDAX 30-Unternehmenの12社およびMDAX-Unternehmenの14社。このうちDAX100社（DAX 100-Unternehmen）のうちの26社の自己採点と外部採点の結果が別図の通りに示される。第1図はX軸方向に企業番号、Y軸方向にスコアが記されている。このスコアは当該企業による自己採点のスコア（Selbstvaluation）である。第2図が、外部分析によるスコアリング（赤い柱）をも併記したグラフで、自己採点スコアリング（青い柱）と対比して観察することができる。

表1は、グラフ2におけるスコアの分布を要約したものである。自己評価（Selbst）の列の最大値は86、最小値は55であった。これに対し、外部分析者によるスコア（Extern）の列の最大値は55、最小値は28である。Prozent1の列は、「外部分析者によるスコア（Extern）／自己評価（Selbst）」で、外部の客観的なアナリストによる評価が、内部分析によるスコアリングに対してどのくらいに当たるのかが、これによって理解できる。その最大値は77%、最小値にいたっては36%である。外部評価は内部評価のせいぜい半分程度（53%）であることがわかる。これに対し、Prozent2の列は、Prozent1の列の逆、すなわち、「自己評価（Selbst）／外部分析者によるスコア（Extern）」で、指標としては、

自己評価がどの程度、「過大」評価になっているかを表すこととなる。その最大値が 2.79、最小値でも 1.30 で、平均的には 2 倍程度の過大評価 (1.93) となっていることがわかる。最後に自己評価 (Selbst) と外部分析者によるスコア (Extern) の差違 (Unterschied) の列を見ると、平均は 35.7 であるが、最大値が 52 で、自己評価 (Selbst) が 81 のところ、外部分析者によるスコア (Extern) が 29 というケースが見られる。このような過大評価の傾向は、自己評価の場合には内部データもその評価に生かされているという指摘も間違いではないであろうが、一般的に見て、アンケートなどによるコーポレート・ガバナンス・スコアリングが、非常にバイアスのかかったデータとなることを如実に表す典型的な証左であるということができる。

DVFA スコアの分布、すなわち DAX100 社 (DAX 100-Unternehmen) の結果が第 3 図の通りに示される。このスコアは、図の表記にもあるとおり、一般投資家が外部分析者の立場から、DVFA スコアリングカードの採点基準にしたがって採点した得点結果を DAX ナンバーの順に並べたものである。

このグラフから得られるインプリケーションはいくつかある。まず、ここに挙げられている企業の DVFA スコアが持つ意味を検討することができる。すなわち、これらは、内部情報を持たない外部の、これらの企業に興味を持った投資家たちによるスコアリングであることから、アンケートなどによる主観が入ったスコアとは異なるものと言える。すなわち、ここでのスコアは、そのまま、コーポレート・ガバナンスの良し悪しという尺度を経由した、市場 (投資家) によるダイレクトな企業評価にあたっていると考えることができる。これにより予想されるのは、各当該企業の、たとえば収益性指標とこのスコアとの有意な対応関係である。この、2000 年時点での DAX100 社に関する統計的な分析は、時間をかけて準備するところである⁹⁾。

次に、これらのスコアの内訳に関する検討である。すなわち、これら 100 社については、あらゆる産業からの企業がピックアップされており、企業ごとの様々な特性と、このスコアとの関連が検討可能であり、また必要であろう。

表 1. DVFA スコアの分布特性（初版）

Nr.	Selbst	Extern	Prozent1	Prozent2	Unterschied
38	85	51	60%	1.67	34
6	55	29	53%	1.90	26
86	72	32	44%	2.25	40
85	80	53	66%	1.51	27
98	76	51	67%	1.49	25
27	85	33	39%	2.58	52
34	84	40	48%	2.10	44
57	81	29	36%	2.79	52
70	70	40	57%	1.75	30
42	84	41	49%	2.05	43
22	58	41	71%	1.41	17
95	76	39	51%	1.95	37
17	82	40	49%	2.05	42
32	81	38	47%	2.13	43
48	75	37	49%	2.03	38
3	56	43	77%	1.30	13
67	59	28	47%	2.11	31
45	71	37	52%	1.92	34
11	84	46	55%	1.83	38
65	83	44	53%	1.89	39
13	86	38	44%	2.26	48
2	73	36	49%	2.03	37
63	74	40	54%	1.85	34
4	82	43	52%	1.91	39
59	85	55	65%	1.55	30
36	70	33	47%	2.12	37
Max	86	55	77%	2.79	52
Min	55	28	36%	1.30	13
Ave.	75.9	40.2	53%	1.93	35.7

2.2.2 DVFA によるコーポレート・ガバナンス・スコアリングの 2004 年版

2005 年 7 月～8 月に行われた、NPO フェアレディングの調査旅行で、旧フランクフルト証券取引所内の事務所において、DVFA 関係者にインタビューを行うことができた。この時の資料と、その後の調査により、DVFA によるコーポレート・ガバナンス・スコアリングの最新版に関する情報を得ることができた。

それによると、まず DVFA は現在、最新版のコーポレート・ガバナンス・スコアリング・システムを公表しており、その開発チームの主査の役割は、アレクサンダー・バッセン教授（ハンブルグ大学）が務めている。初版の開発にあたった前述のヴォルフガング・ベルンハルト教授（ライプツィヒ大学）らは、すでにメンバーからは完全に抜けており、現在の担当者・開発チームとはすでに交流もないという¹⁰⁾。この点については別に、他の方法で補填する必要があるが、DVFA 最新版

コーポレート・ガバナンス・スコアリングに関しては、2006 年 10 月より、ハンブルグ大学において、次段階の研究をバッセン&小山が行うことになっている。

次ページのスコアカードは DVFA コーポレート・ガバナンス・スコアリング 2002 年版のものだが、その次ページの ‘Scorecard for German Corporate Governance’ のスコアリング・フローチャートは現在も利用される共通の概念である。巻末資料 2 のスコアリング・カード（2004 年版）と同一であり、この考察が DVFA コーポレート・ガバナンス・スコアリングの全貌を明らかにしてくれる。その計算の手続きは 8 つの段階にわたる。

①株主と株主総会（ウェイト 12%）

インターネットを利用した株主総会への参加が可能か、株主総会に関する情報がアクセス可能か、増資など重要な意思決定にあたり既存株主は優先権を与えられているか、などが高いウェイトが与えられている。

②透明性（ウェイト 20%）

株主、一般投資家、ファイナンシャルアナリストは、インターネットを経由して平等かつ十分な情報を、また英語で獲得できるか、などが高いウェイトが与えられている。

③会計状況と決算監査（ウェイト 18%）

監査機関の選択にあたり、独立性の基準は重視されているか、監督役会は会計監査にあたって監査機関への報酬を十分な額に設定しているか、などが高いウェイトが与えられている。

④コーポレート・ガバナンスへのコミットメント（ウェイト 10%）

当該企業はドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードに基づき、独自のコーポレート・ガバナンス原則を持っているか、コーポレート・ガバナンスを担当する役員は十分に中立で、その報告書が監督役会で定期的に議論されているか、などが高いウェイトが与えられている。

⑤執行役会と監督役会との協働状況（ウェイト 15%）

買収がかけられたとき、株主総会は招集されるか、共同決定企業の監督役会での株主代表と従業員代表は、監督役会開催前にその準備のために別個ミーティングを持っているか、などが高いウェイトが与えられている。

⑥執行役会（ウェイト 10%）

執行役会が自らの活動が依って立つために特にビジネス原則、会社の政策ガイドラインや行動規範を出しているか、執行役会の報酬は変動部分、固定部分について個別かつ独立に公表されているか、などが高いウェイトが与えられている。

⑦監督役会（ウェイト 15%）

監督役会メンバーの能力を保証するための基準ははっきり定義されているか、監督役会が複雑な問題を処理できるように十分な数の委員会を持っているか、会計監査委員会はあるか、などが高いウェイトが与えられている。

⑧トータル・スコア

以上の7つの項目について採点ののち、次ページの最終フローチャート（Scorecard for German Corporate Governance, Ergebnisübersicht und Gesamtscore, ドイツ・コーポレート・ガバナンス・スコアカード、結果の全体像と総得点）にしたがってトータル・スコアが計算される。このスコアリング・システムは EXCEL を利用したものであり、前記7項目について、採点者がスコアを入力すると、個別得点表の数値が、各セルに連動して次のシートに作ってあるトータル・スコア表の必要部分に、ハイパーリンクで即座にインプットされることになっている。そして、その結果は次のように判定される。

〈コーポレート・ガバナンス・スコアの判定〉

非常に良い（90 – 100%） 当該企業はドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードに良くしたが、国際的なベスト・プラクティスの標準を遵守している

良い（80 – 89%） 当該企業はドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードにしたが、良いガバナンスへのコミットメントを示している

まずまず（70 – 79%） 当該企業はドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードから乖離しており、活発なガバナンスへのコミットメントを示していない

なお、筆者は最近、DVFA コーポレート・ガバナンス・スコアリング・システムの最新版を入手することができた。時間の関係でこれについて言及できないが、その最新版（2005年版）も、巻末に資料として添付する。これについては、別の機会に検討したい。

2.2.3 コーポレート・ガバナンス・スコアリングの展望について

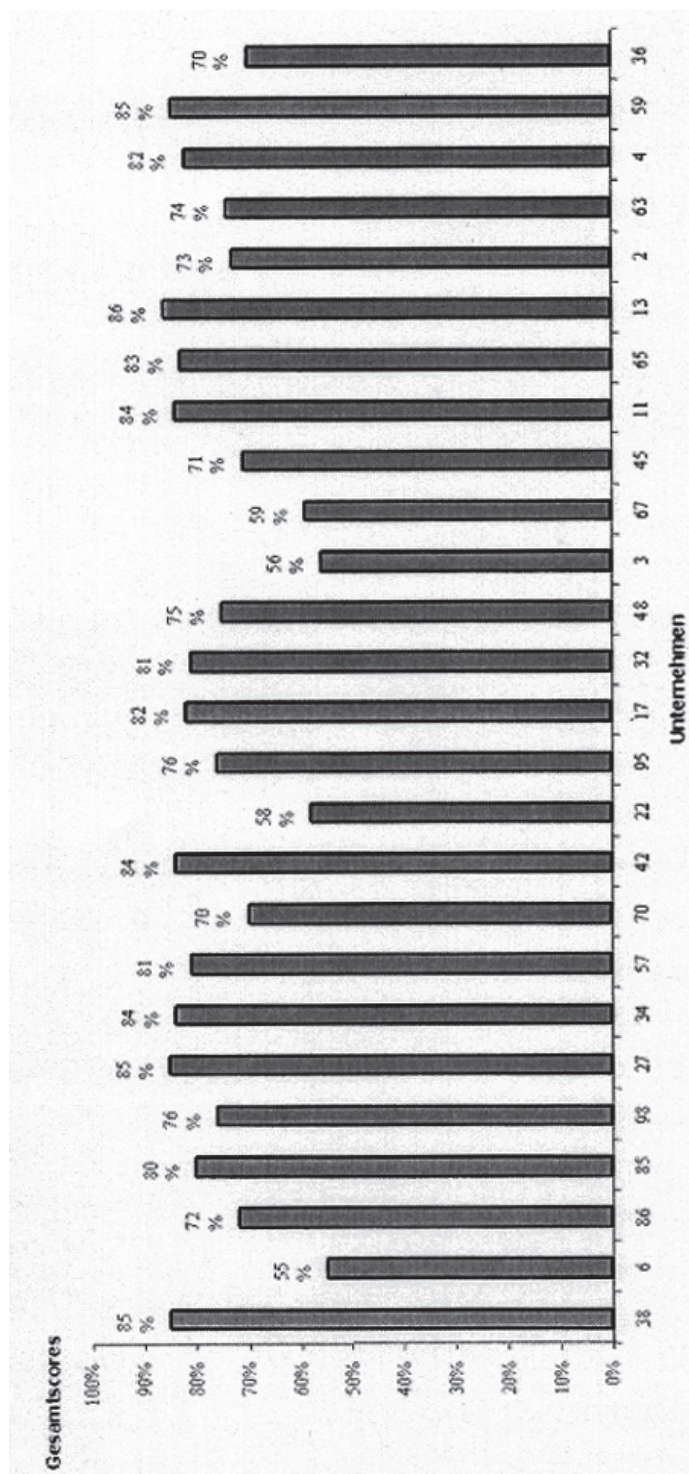
DVFA に限らず、コーポレート・ガバナンス・スコアリングは今後、必要であり、またあちこちで試みられている。しかし、それらは大半が、当該企業への任意のアンケートによるもので、S&P とか DVFA のような、一定の社会的評価を得ている団体によるものであれば、問題は少ないかもしれないが、そのような任意のグループによるアンケートに、一体企業はどの程度十分に答えているだろうか。このような考察から、恣意性の入り込む可能性が、より小さいのは、公表データからスコアリングする方法である。すなわち、「良いコーポレート・ガバナンス」を達成するのに必要な条件を、できるだけ客観的にいくつか設定し、それを満たしている程度をもって、コーポレート・ガバナンスの良し悪しの尺度とする、いうやり方である。それをできるだけ客観的に表す指標をくふうすることが、この方向での研究の第1歩となるであろう。

《参考文献》

- Bassen, A., Kleinschmidt, M., Prigge, S. & Zöllner, C., Corporate Governance und Unternehmenserfolg --- Empirische Befunde zur Wirkung des Deutschen Corporate Governance Kodex, Working Paper Finance, Universität Hamburg 2005.
- Bassen, A., Pupke, D., & Zöllner, C., Corporate Governance Rating auf Basis der DVFA-Scorecard, Working Paper Finance, Universität Hamburg 2006.
- Bernhardt, W., Qualitätsmessung von Aufsichtsräten, in: Tagungsbeitrag der Jahrestagung 2000, Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft, Humboldt Universität zu Berlin, pp.326-329.
- DVFA-Evaluierungsschema basierend auf dem Deutsche Corporate Governance Kodex- (Basis : DCG-Kodex i.d.F. vom 21.Mai 2003)
- DVFA, Rating Standards, 2004.
- 小山明宏・篠崎 隆, 意思決定構造と企業パフォーマンス, 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム, パフォーマンス研究会編, 『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス --- 変わりつつある日本企業のガバナンス』 pp.39-89. 所収白桃書房 2001.6.
- Koyama, A., Corporate Governance der japanischen Unternehmen im großen Wandel----- Eine theoretische und empirische Analyse des Zusammenhangs zwischen Governancestil und Unternehmensperformance-----, Manuskript zur Jahrestagung des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft, Universität Zürich Juni 2003.
- 松田 健「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス改革」, 日本経営学会第 76 回大会 (2002.9.6) 発表資料.
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム, パフォーマンス研究会編, 『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス --- 変わりつつある日本企業のガバナンス』 白桃書房 2001.6.
- NPO フェアレーティング, ホームページ <http://WWW.fair-rating.jp>.
- 根本直子: コーポレート・ガバナンス評価, STANDARD & POOR'S リサーチ, 2004.4.16.
- Witt, P., Corporate Governance im Wandel, in: Zeitschrift, Führung und Organisation, Heft 3. 2002.

第1図

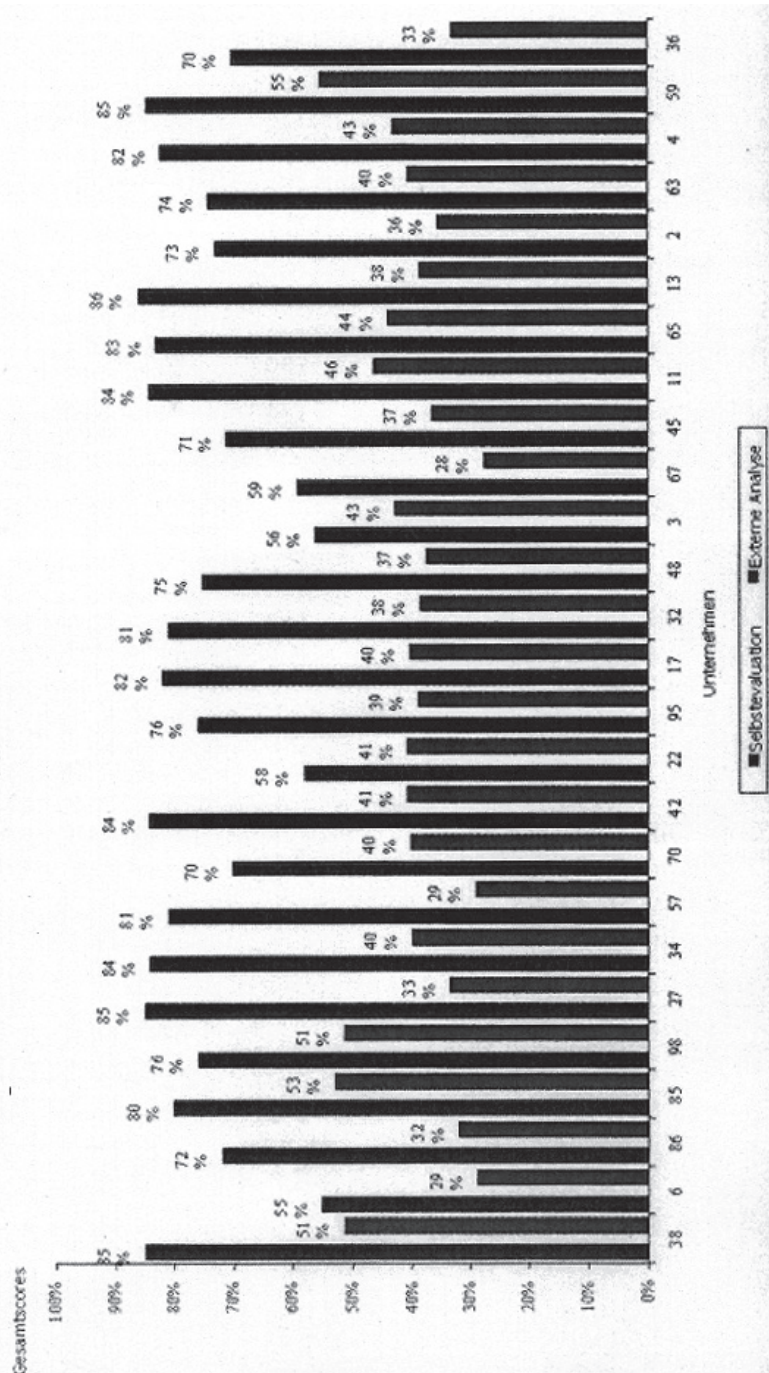
Anlage 2: Gesamtscores der 26 DAX 100-Unternehmen bei Selbstevaluation



第 2 図

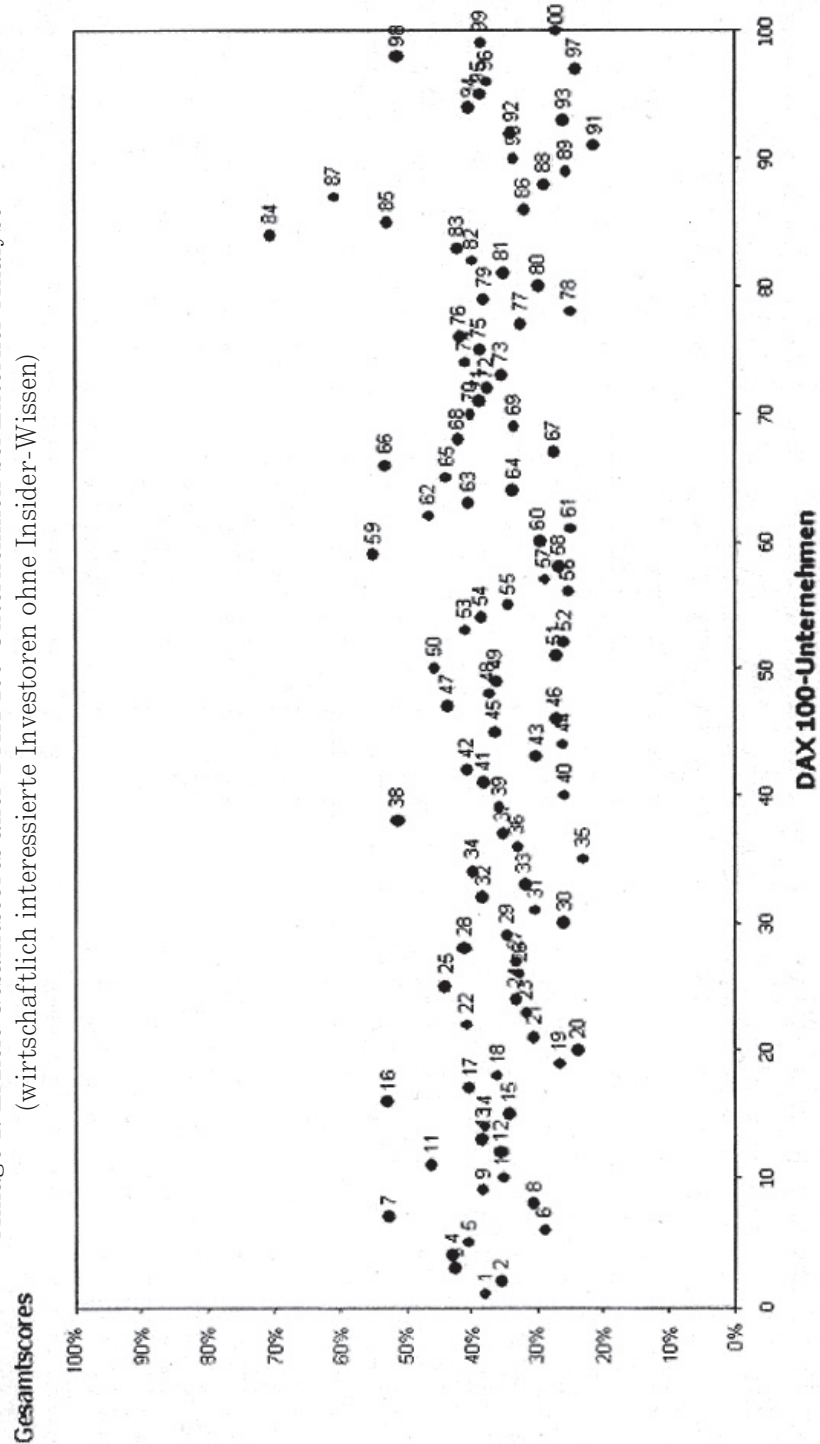
Publikationen - Pressemitteilungen

Anlage 3: Gesamtscores der 26 DAX 100-Unternehmen bei Selbstevaluation und Externer Analyse



第3図

Anlage 1: Erzielte Gesamtscores aller DAX 100-Unternehmen bei Externer Analyse
(wirtschaftlich interessierte Investoren ohne Insider-Wissen)



卷末資料 1

DVFA ドイツ・コーポレート・ガバナンス・スコアカード (初版, 2000 年)

Unternehmen _____
Datum _____

Scorecard for German Corporate Governance
- A Standard DVFA Evaluation Method for Corporate Governance of Quoted German Companies
- Arbeitskreis Corporate Governance der DVFA, Dr. Alexander Bassen, Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking (Sprecher), Prof. Dr. Otto Loos, Christian Stringer

Hinweise:

- 1. Der Erfüllungsgrad der einzelnen Fragen wird durch ein einfaches ankreuzen (x) in der Spalte (1) angegeben
- 2. Optional kann eine individuelle Gewichtung der Teilfragen (3) vorgenommen werden. Die Summe der Gewichte pro Kriterium muss 100% ergeben.
- 3. Sollten einzelne Fragen für das zu bewertende Unternehmen nicht relevant sein, sind diese mit "ja" zu beantworten
- 4. Das Gesamtergebnis wird auf dem extra Blatt "Ergebnisse" ausgewiesen

Kriterium	Erfüllung (1)			DVFA Gewichtung (2)	Individuelle Gewichtung (3)	Punktzahl (4) = (1) x (2) DVFA Teilscore		Punktzahl (5) = (1) x (3) Individualer Teilscore
	1 Ja	0,5 Teilweise	0 Nein					

1 Corporate Governance-Commitment (15%)

I 1.1	Gibt es schriftlich fixierte unternehmensinterne Corporate Governance-Grundsätze?				30%	%	0	0
I 1.2	Ist darin die wertorientierte Unternehmensführung unter Berücksichtigung der Interessen aller Stakeholder ausdrücklich verankert?				15%	%	0	0
I 1.3	Sind diese Grundsätze allen Stakeholdern zugänglich (u.a. Internet)?				15%	%	0	0
I 1.4 a)	Gibt es einen Compliance-Beauftragten, der die Einhaltung der Grundsätze regelmäßig überprüft?				10%	%	0	0
I 1.4 b)	Bereich der Compliance-Beauftragung regelmäßig an den Aufsichtsrat?				15%	%	0	0
I 1.5	Sind Sanktionen bei Verstößen vorgesehen?				15%	%	0	0
					100%	100%	0%	0%

2 Aktionärsrechte (20%)

I 2.1	Wird die Gleichbehandlung aller Aktionäre beim Rückkauf eigener Aktien berücksichtigt?				30%	%	0	0
I 2.2 a)	Wird das Bezugsrecht für Akquisitionen bei Kapitalerhöhungen von mehr als 10% des Grundkapitals gewährt?				10%	%	0	0
I 2.2 b)	Wird das Bezugsrecht für Platzierungen nahe am Börsenkurs bei Kapitalerhöhungen von mehr als 10% des Grundkapitals gewährt?				10%	%	0	0
I 2.3	Wurde der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission akzeptiert?				20%	%	0	0
I 2.4	Sind auch Vorzugsaktien ohne Stimmrecht in die Akzeptanz des Übernahmekodex einbezogen?				10%	%	0	0
I 2.5	Existiert die Möglichkeit der Stimmrechtsabgabe via Internet?				20%	%	0	0
					100%	100%	0%	0%

Kriterium	Erfüllung (1)			DVFA Gewichtung (2)	Individuelle Gewichtung (3)	Punktzahl (4) = (1) x (2)	Punktzahl (5) = (1) x (3)
	1 Ja	0,5 Teilweise	0 Nein				

3 Transparenz (20%)

I 3.1	Werden alle Investoren und Finanzanalysten gleichberechtigt informiert („Fair Disclosure“)?				20%	%	0
I 3.2	Sind diese Informationen sowie der Finanzkalender auch über Internet verfügbar?				10%	%	0
I 3.3	Erfolgt eine detaillierte Abweichungsanalyse wesentlicher, früher genannter Ertrags- und Strategieziele?				20%	%	0
I 3.4	Werden regelmäßig Analystenmeetings durchgeführt?				15%	%	0
I 3.5	Erfolgt die Berichterstattung nach DVFA Reporting Standards?				15%	%	0
I 3.6	Sind die Tagesordnung der Hauptversammlung, die Gegenanträge, die Stellungnahme der Verwaltung und die Abstimmungsergebnisse allen Aktionären im Internet zeitnah zugänglich?				20%	%	0
					100%	100%	0%

4 Unternehmensleitung (30%)

Vorstand

I 4.1	Gibt es eine Verpflichtung zur Kommunikation zwischen Vorstand und Aufsichtsrat über das KonTraG hinaus?				8%	%	0
I 4.2	Existieren Regelungen zur Behandlung von Interessenkonflikten und Eigengeschäften?						
I a)	Kauf/Verkauf eigener Aktien oder Aktienoptionen				2,5%	%	0
I b)	Geschäfte mit dem Unternehmen oder dessen Organmitgliedern				2,5%	%	0
I c)	Darlehen vom Unternehmen				2,5%	%	0
I d)	sonstige (branchenspezifisch)				2,5%	%	0
I 4.3	Existiert eine an der Wertsteigerung orientierte variable Vergütung des Vorstandes und der leitenden Mitarbeiter?				12,5%	%	0
I 4.4	Werden für die Messung der Wertsteigerung zurelevante Bezugsgrößen (z. B. relative Performance, ökonomischer Gewinn) herangezogen?				10%	%	0
I 4.5	Wird die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder nach fixen und variablen Bestandteilen getrennt im Anhang veröffentlicht?				5%	%	0
I 4.6	Wird der Aktienbesitz der Vorstandsmitglieder und leitenden Mitarbeiter (einschließlich bestehender Optionsrechte) und dessen jeweilige Veränderung im Anhang veröffentlicht?				5%	%	0

Aufsichtsrat

I 4.7	Existieren definierte Kriterien zur Wahl der Aufsichtsratsmitglieder, wie z.B.:						
I a)	fachliche Qualifikation				1,25%	%	0
I b)	Anzahl Aufsichtsratsmandate				1,25%	%	0
I c)	Internationalität				1,25%	%	0
I d)	sonstige				1,25%	%	0

Kriterium	Erfüllung (1)	DVFA Gewichtung (2)	Individuelle Gewichtung (3)	Punktzahl (4) = (1) x (2) DVFA Tabelle	Punktzahl (5) = (1) x (3) Individueller Tabelle
	1	0,5	0		
	Ja	Teilweise	Nein		
I 4.8 Ist eine ausreichende Zahl unternehmensunabhängiger Mitglieder im Aufsichtsrat vorhanden?			10%	%	0
I 4.9 Existiert eine Geschäftsordnung hinsichtlich Rechten und Pflichten für den Aufsichtsrat, die u.a. die zustimmungspflichtigen Geschäfte sowie die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands festlegt?			5%	%	0
I 4.10 Existiert eine ausreichende Anzahl von Aufsichtsratsausschüssen zur sachgerechten Behandlung von komplexen Themen (u.a. Bilanz- und Prüfungsausschuss)?			7%	%	0
I 4.11 Werden die Prüfungsschwerpunkte zwischen Aufsichtsrat und Abschlussprüfer vereinbart?			5%	%	0
I 4.12 Existieren Regelungen zur Behandlung von Interessenkonflikten und Eigengeschäften?					
I a) Kauf/Verkauf eigener Aktien oder Aktienoptionen			2%	%	0
I b) Geschäfte mit dem Unternehmen oder dessen Organmitgliedern			2%	%	0
I c) Darlehen vom Unternehmen			2%	%	0
I d) Mandate bei Wettbewerbern			2%	%	0
I e) sonstige			2%	%	0
I 4.13 Existiert eine an der Wertsteigerung orientierte variable Vergütung des Aufsichtsrates?			2,5%	%	0
I 4.14 Wird die Gesamtvergütung nach fixen und variablen Bestandteilen getrennt im Anhang veröffentlicht?			2,5%	%	0
I 4.15 Wird dem Aufsichtsrat mindestens einmal jährlich eine Auflistung von Spenden ab einer von ihm festzulegenden Höhe vorgelegt?			2,5%	%	0
			100,0%	100,0%	0%

§ Prüfung (15%)

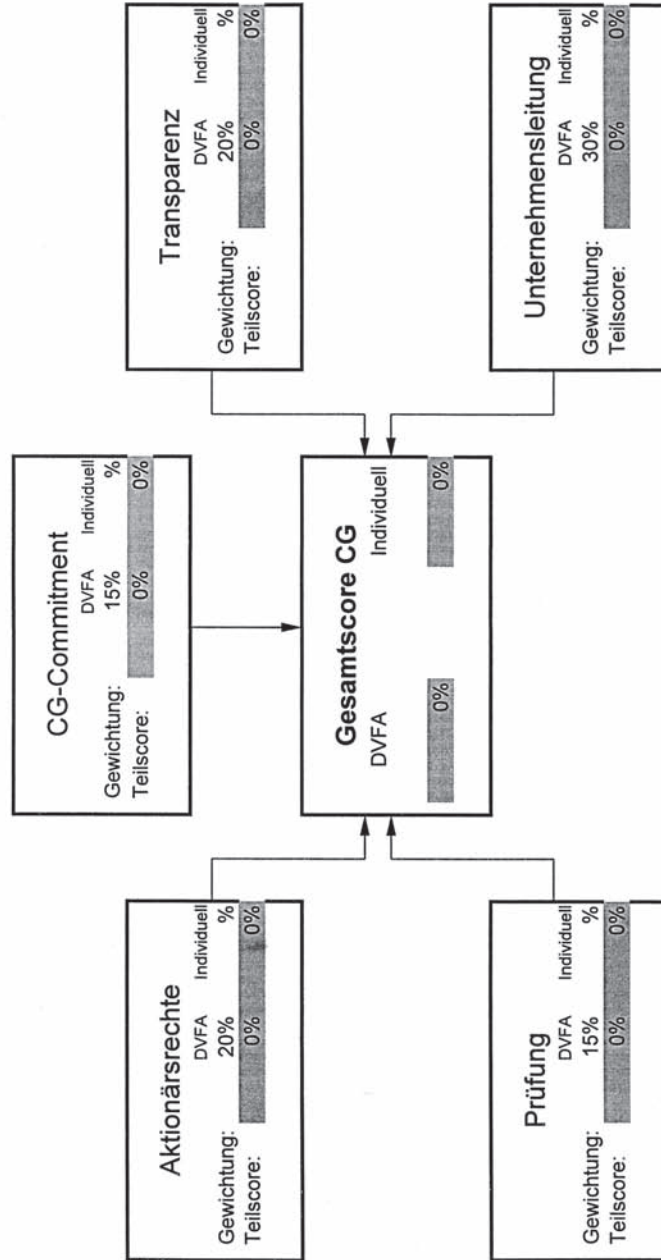
I 5.1 Wird eine international anerkannte Rechnungslegung durchgeführt und nach International Standards of Auditing (ISA) geprüft?			20%	%	0
I 5.2 Existieren aussagekräftige Quartalsberichte mit einer Segmentberichterstattung und Ergebnis pro Aktie nach DVFA/SG Standards?			25%	%	0
I 5.3 Wird über das Risikomanagementsystem getrennt im Lagebericht berichtet?			15%	%	0
I 5.4 Werden der Jahresabschluss spätestens 3 Monate und der Quartalsbericht spätestens 2 Monate nach Ende der Berichtsperiode veröffentlicht?			10%	%	0
I 5.5 Werden im Anhang des Geschäftsberichts (Konzernabschluss) angegeben:					
I a) Beteiligungen von mindestens 10% des Grundkapitals			5%	%	0
I b) wechselseitige Beteiligungen			5%	%	0
I c) Beteiligungen an großen Kapitalgesellschaften mit mehr als 5% der Stimmrechte			5%	%	0
I 5.6 Wird Interessenkonflikten bei WP-Gesellschaften aufgrund zusätzlicher Aufträge (Beratung etc.) vorgebeugt (z.B. durch unterschiedliche Prüfer bzw. WP in Tochtergesellschaften)?			15%	%	0
			100,0%	100,0%	0%

0%	0%
DVFA CG Score	Analyst CG Score

Scorecard for German Corporate Governance

Ergebnisübersicht für Unternehmen:

Datum: _____



Scorecard for German Corporate Governance - Standard DVFA Evaluation Method for CG



Scorecard for German Corporate Governance® (gem. DCG-Kodex vom 21.05.03) Unternehmen:

DVFA-Evaluierungsschema basierend auf dem Deutschen Corporate Governance Kodex
 Arbeitskreis Corporate Governance der DVFA (Prof. Dr. Alexander Baasen (Sprache), Prof. Dr. Otto Loth, Christian Stenger)

Datum:

Methodische Hinweise:

Basis ist der offizielle Deutsche Corporate Governance (DCG)-Kodex in der jeweils gültigen Fassung (21. Mai 2003).
 Klammernweise auf Kodex-Regelungen sind für "Sol-Empfehlungen" in fester Schrift und für "Solle- bzw. Kann-Anregungen" in Kursivschrift angegeben.
 Die Teilkriterien der Scorecard entsprechen den Kapiteln des Kodex (Ausnahme: CG-Commitment ersetzt die Präambel).
 Die Erfüllung der Einzelfragen erfolgt durch Ankreuzen (x) in der Spalte (1).
 Gewichtung der Fragen: Zusätzlich zur Standardgewichtung kann eine individuelle Gewichtung der Fragen und der Teilkriterien in Spalte (3) bzw. (5) vorgenommen werden. Die Summe der Gewichte pro Teilkriterium muss 100% ergeben.
 Gesamtscore: Zusammenfassung der einzelnen Teilkriterien in der Ergebnisübersicht auf Seite 5.
 Informationsquelle: Die jeweilige Quelle der einzelnen Punkte sollte in der Spalte (6) festgehalten werden.

Teilkriterium	Erfüllung		Standard Gewichtung (2)	Individuelle Gewichtung (3)	Punktzahl (4) = (1) × (2)	Punktzahl (5) = (1) × (3)	Informationsquelle (6)
	1	0					
	ja	nein					
I. Corporate Governance-Commitment (10%)							
I.1	Gibt es auf dem DCG-Kodex basierende unternehmensspezifische Corporate-Governance-Grundsätze?						
I.2	Sind die auf dem DCG-Kodex basierenden unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Grundsätze allen Stakeholdern aktuell (u.a. Internet) zugänglich?		20%		0.0%	0.0%	
I.3	Ist darin ein Commitment zur Anpassung an Best-Practice-Entwicklungen der Corporate Governance ausdrücklich verankert?		10%		0.0%	0.0%	
I.4	Wird von Vorstand und Aufsichtsrat jährlich über die Corporate Governance des Unternehmens berichtet?		15%		0.0%	0.0%	
a)	Wird die Nichterfüllung von 'Sol-Empfehlungen' des DCG-Kodex begründet? (3.10)		10%		0.0%	0.0%	
b)	Wird zu den Solle-Anregungen Stellung genommen? (3.10 S.2)		15%		0.0%	0.0%	
I.5	Ist die unternehmensinterne Umsetzung und Einhaltung der Grundsätze durch einen neutralen Corporate-Governance-Berater gesichert?		15%		0.0%	0.0%	
I.6	Erfolgt eine regelmäßige Diskussion des Berichts des CG-Beraters im Aufsichtsrat?		15%		0.0%	0.0%	
			100%	0%	0%	0%	
II. Aktionäre und Hauptversammlung (12%)							
II.1	Sind die Tagesordnung der Hauptversammlung, die Gegenanträge, die Stellungnahme der Verwaltung und die Abstimmungsergebnisse allen Aktionären im Internet rechtzeitig zugänglich? (2.3.1, 2.3.2)		20%		0.0%	0.0%	
II.2	Ist die Stimmrechtsausübung (zumindest über Stimmrechtsvertreter) via Internet vorgesehen? (2.3.3, 2.3.4)		20%		0.0%	0.0%	
II.3	Ist die Verfolgung der HV auch im Internet möglich? (2.3.4)		10%		0.0%	0.0%	
II.4	Bei Kapitalerhöhungen von mehr als 10% des Grundkapitals durch Platzierungen nahe am Börsenkurs: Wird das Bezugsrecht eingeräumt?		20%		0.0%	0.0%	
II.5	Bei akquisitionbedingten Kapitalerhöhungen von mehr als 20% des Grundkapitals mit Bezugsrechtsausschluss: Ist eine gesonderte HV-Genehmigung erforderlich?		15%		0.0%	0.0%	
II.6	Bei akquisitionbedingten Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss: Werden den Aktionären die Unterlagen zeitnah zugänglich gemacht?		15%		0.0%	0.0%	
			100%	0%	0%	0%	

Teilkriterium	Erfüllung	Standard Gewichtung (2)	Individuelle Gewichtung (3)		Punktzahl Standard Teilscore (4) = (1) × (2)	Punktzahl Individueller Teilscore (5) = (1) × (3)	Informationsquelle (6)
			1	0			
			ja	nein			
III. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat (15%)							
I III.1	Vernimmt Aufsichtsrat und Vorstand die regelmäßige, zeitnahe und umfassende Informations- und Berichtspflicht des Vorstands in schriftlicher Form? (3.4)	20%			0%	0%	
I III.2	Existiert eine Geschäftsordnung hinsichtlich der Rechte und Pflichten für den Aufsichtsrat, die u.a. die zustimmungspflichtigen Geschäfte sowie die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands festlegt? (3.3, 5.1.3)	20%			0%	0%	
I III.3	Gibt es in mitbestimmten Aufsichtsräten gesonderte Treffen der Aktionärs- und Arbeitnehmervertreter zur Störungsbeseitigung? (3.6)	20%			0%	0%	
I III.4	Wird bei Übernahmeangeboten grundsätzlich eine HV einberufen? (3.7)	30%			0%	0%	
I III.5	Wird bei Abschluss einer D&O-Versicherung zur Begrenzung des Schadensersatzes ein angemessener Selbstbehalt für Vorstand und Aufsichtsrat vereinbart? (3.8)	10%			0%	0%	
		100%		0%	0%	0%	
IV. Vorstand (10%)							
I IV.1	Hat der Vorstand geschäftspolitische Grundsätze, Unternehmensleitlinien und eine Geschäftsordnung aufgestellt, in der u.a. die Zusammenarbeit im Vorstand geregelt ist? (4.2.1)	20%			0%	0%	
I IV.2	Wird eine Vorstandsvergütung getrennt nach fixen und variablen Bestandteilen individualisiert veröffentlicht? (4.2.4)	15%			0%	0%	
I IV.3	Existiert eine an der relativen Wertsteigerung (z. B. relative Performance, ökonomischer Gewinn) orientierte variable Vergütung des Vorstands? (4.2.3 S.2)	15%			0%	0%	
I IV.4	Enthalten die variablen Vergütungsbestandteile auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter? (4.2.3, S.4)	10%			0%	0%	
I IV.5	Wird über Aktienoptionsprogramme und ähnliche Anreizsysteme sowie deren Bewertung und erfolgswirksame Verbuchung berichtet? (4.2.3 Abs.3)	10%			0%	0%	
I IV.6	Besteht für Aktien und aus Optionen bezehbare Aktien als variable Vergütungskomponente eine mehrjährige Veräußerungssperre und ist eine nachträgliche Korrekturmöglichkeit (wie Option Repricing) ausgeschlossen? (4.2.3 S.4, S.6)	15%			0%	0%	
I IV.7	Sind Interessenkonflikte, Geschäfte und Nebentätigkeiten zu kommunizieren bzw. zu genehmigen (u.a. Geschäfte mit dem Unternehmen oder dessen Organmitgliedern, Darlehen vom Unternehmen)? (3.9, 4.3.4, 4.3.5)	15%			0%	0%	
		100%		0%	0%	0%	
V. Aufsichtsrat (15%)							
I V.1	Existiert ein expliziter Katalog von Kriterien zur Qualifikation der Aufsichtsratsmitglieder (u.a. fachliche Qualifikation, zeitliche Verfügbarkeit, Internetauftritt)? (5.4.1)	15%			0%	0%	
I V.2	haben AR-Mitglieder keine Organfunktion oder Beratungsaufgaben bei wesentlichen Wettbewerben des Unternehmens? (5.4.2)	15%			0%	0%	
I V.3	Wird eine Wiederbestellung von Vorständen frühestens ein Jahr vor Ende der Bestelldauer und unter Berücksichtigung von Altersgrenzen vorgenommen? (5.1.2)	5%			0%	0%	
I V.4	Existiert eine ausreichende Anzahl von Aufsichtsratsausschüssen zur sachgerechten	15%			0%	0%	

Teilkriterium	Erfüllung (1)	Standard Gewichtung (2)	Individuelle Gewichtung (3)	Punktzahl (4) = (1) × (2) Standard Teilscore	Punktzahl (5) = (1) × (3) Individueller Teilscore	Informationsquelle (6)
	ja	0	nein			
(noch Aufsichtsrat: V)						
! V.5				15%	0.0%	
! V.6				5%	0.0%	
! V.7				5%	0.0%	
! V.8				5%	0.0%	
! V.9				5%	0.0%	
! V.10				15%	0.0%	
				100%	0%	
VI. Transparenz (20%)						
! VI.1				30%	0.0%	
! VI.2				15%	0.0%	
! VI.3				15%	0.0%	
! VI.4				10%	0.0%	
! VI.5				20%	0.0%	
! VI.6				10%	0.0%	
				100%	0%	

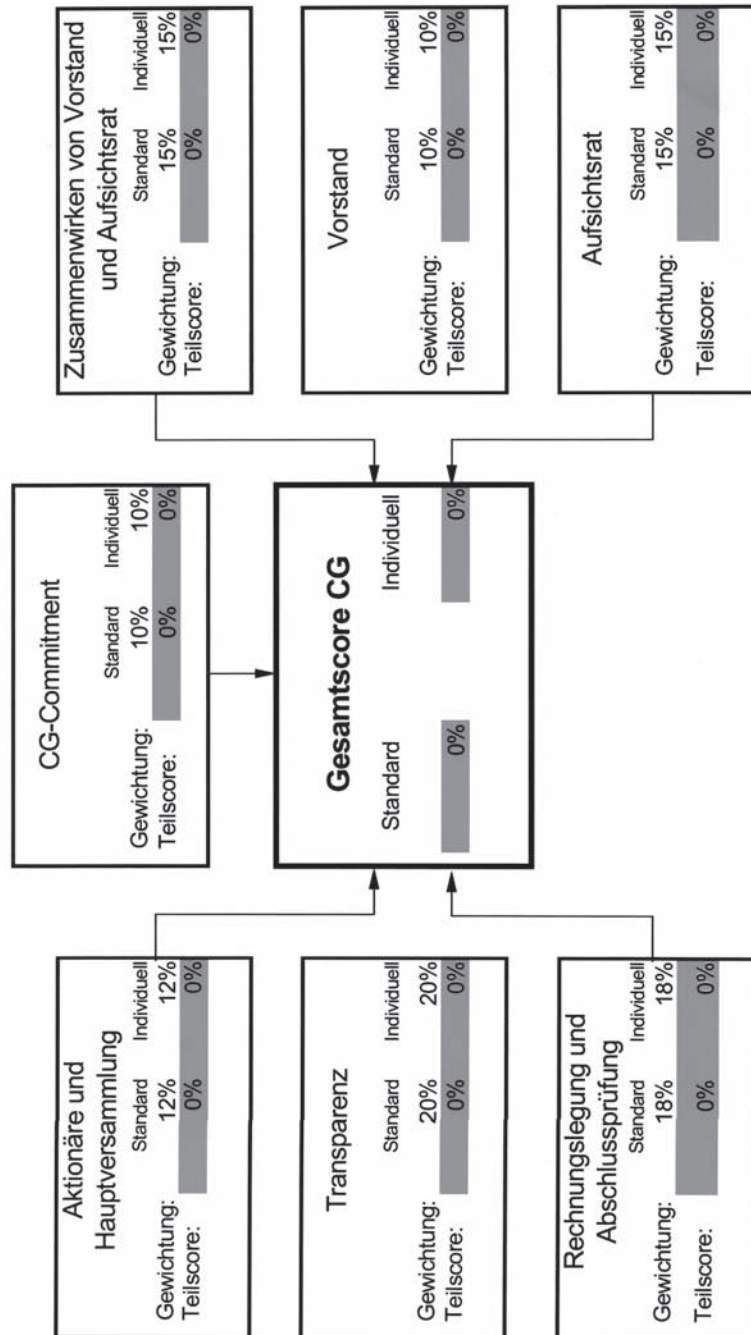
Teilkriterium	Erfüllung		Standard Gewichtung (2)	Individuelle Gewichtung (3)	Punktzahl (4) = (1) × (2)	Punktzahl Standard Teilscore	Punktzahl (5) = (1) × (3)	Individualer Teilscore	Informationsquelle (6)
	(1)	(2)							
	ja	nein							
VII. Rechnungslegung und Abschlussprüfung (18%)									
! VII.1	Wird eine Rechnungslegung nach IAS / US-GAAP (7.1.1) durchgeführt und werden ergänzend zu den IDW-Prüfungsstandards die International Standards on Auditing (ISA) oder die US-Generally Accepted Auditing Standards (US-GAAS) beachtet?			10%		0.0%	0.0%		
! VII.2	Wird bei der Auswahl auf eine ausreichende Unabhängigkeit der Abschlussprüfer geachtet? (7.2.1)			20%		0.0%	0.0%		
! VII.3	Achtet der Aufsichtsrat auf ein angemessenes Prüfungshonorar?			15%		0.0%	0.0%		
! VII.4	Wird bei Prüfungen durch unterschiedliche WP-Gesellschaften auf besondere Bilanzierungsmaßnahmen im Konzern geachtet?			10%		0.0%	0.0%		
! VII.5	Wurden der Jahresabschluss spätestens 90 Tage und die Quartalsberichte spätestens 45 Tage nach Ende der Berichtsperiode veröffentlicht? (7.1.2)			10%		0.0%	0.0%		
! VII.6	Existieren Quartalsberichte nach IAS oder US-GAAP (alternativ DVFA Reporting Standards oder DSR)? (7.1.1)			10%		0.0%	0.0%		
VII.7	Werden im Geschäftsbericht (Konzernabschluss) für folgende Beteiligungen detaillierte Angaben gemacht? (7.1.4)								
! a)	Beteiligungen von mindestens 5% des Kapitals (auch an nicht börsennotierten Gesellschaften)			5%		0.0%	0.0%		
! b)	wechselseitige Beteiligungen			5%		0.0%	0.0%		
! VII.8	Hat der Aufsichtsrat den Prüfer beauftragt, über alle wesentlichen Abweichungen vom DCG-Kodex zu berichten? (7.2.3)			15%		0.0%	0.0%		
				100%	0%	0%	0%		

Scorecard for German Corporate Governance[®]

Ergebnisübersicht und Gesamtscore

Unternehmen:

Datum:



巻末資料 3

DVFA ドイツ・コーポレート・ガバナンス・スコアカード (2005 年版)

Corporate Governance Rating			Selbstevaluierung (Gelbe Felder ausfüllen)		
Kriterienkatalog			Gewicht		
#	Kriterium	Quantifizierung	Beschreibung	Bewertung	Quelle Kommentar
Aktionäre und HV					
1	Die Gesellschaft soll dokumentieren, dass sie Corporate Governance aktiv verfolgt.	Wird im Geschäftsbericht ein Corporate Governance-Bericht vorgelegt? (ja = 1, nein = 0)	Es wird geprüft, ob ein separater CG Bericht im Geschäftsbericht vorliegt, wobei dieses Kriterium nicht erfüllt ist, wenn ausschließlich die Entsprechenserklärung abgedruckt wird.	1	
2		Gibt es außerhalb des Geschäftsberichtes auf dem DCG-Kodex basierende eigene Corporate-Governance-Grundsätze, die veröffentlicht werden? (ja = 1, nein = 0)	Wird nur positiv bewertet, wenn ein Unternehmen außerhalb des Geschäftsberichtes in einem gesonderten Dokument eigene CG Grundsätze oder ein CG Kodex veröffentlicht, die für das Unternehmen verfasst wurden.	1	
3		Gibt es ein Commitment zur zukünftigen und stetigen Anpassung an CG Best Practices? (ja = 1, nein = 0)	Bei diesem Kriterium ist es wichtig, dass ein klarer Zukunftsbezug gegeben ist. Es reicht nicht aus, wenn nur angegeben wird, dass die Anpassung an CG Best Practices im letzten Jahr passiert ist.	1	
4	Bei substanziellen Übernahmen sollte der Vorstand eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen, in der die Aktionäre über das Übernahmeangebot beraten und gegebenenfalls über Maßnahmen beschließen.	Gibt es ein Commitment zum aktionärsorientierten Verhalten bei "bona fide" und substanziellen Übernahmeangeboten (grundsätzliche Einberufung einer HV), z.B. durch eine Stellungnahme zur entsprechenden Kodex Anregung? (ja = 1, nein = 0)	1) Falls diese Kodexanregungen erfüllt werden, wird dies positiv bewertet. 2) Falls keine Äußerungen zu Anregungen gegeben werden ist zu prüfen, ob bei einem Übernahmeangebot im aktuellen Jahr eine Hauptversammlung einberufen wurde. Falls ja, wird dies positiv gewertet. 3) Falls keine Äußerung zur Anregung, keine Einberufung einer HV bei einem Übernahmeangebot und auch sonst keine Stellungnahme vorliegen, wird dies negativ bewertet.	2	
5	Die Gesellschaft sollte den Aktionären die Verfolgung der Hauptversammlung über moderne Kommunikationsmedien (z.B. Internet) ermöglichen.	Ermöglicht die Gesellschaft die Verfolgung der gesamten HV über moderne Kommunikationsmedien (z.B. Internet)? (ja = 1, nein = 0)	Die Prüfung erfolgt auf Basis der HV Einladung und sonstiger Informationen, bspw. auf der Website. Hier wird nur die Übertragung der gesamten HV incl. der Fragen der Aktionäre und der Antworten positiv gewertet.	1	
Vorstand					
6	Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll fixe und variable Bestandteile umfassen. Die variable Vergütung sollte einmalig sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung enthalten. Als variable Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung dienen insbesondere Aktienoptionen oder vergleichbare Gestaltungen (z.B. Phantom Stocks). Diese sollen auf vorher festgelegte Vergleichsparameter wie z.B. die Wertentwicklung von Aktienindizes oder das Erreichen bestimmter Kursziele bezogen sein. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele soll ausgeschlossen sein. Die Vorteile aus einem Aktienoptionsplan müssen angemessen sein. Die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder eines vergleichbaren Vergütungssystems soll in geeigneter	a) Existiert ein vollständiger Vergütungsbericht, der die verschiedenen Vergütungskomponenten verständlich und zusammengefasst erläutert? (ja = 1, nein = 0)	Es wird geprüft, ob ein vollständiger Vergütungsbericht, der die verschiedenen Vergütungskomponenten verständlich und zusammengefasst erläutert, existiert. Dazu gehören: Festgehälter, erfolgsabhängige Leistungen, Aufwandsentschädigungen, Pensionszusagen, Abfindungen, Sachleistungen. Sollten alle diese Komponenten genannt und erläutert worden sein, mit der Ausnahme von Aufwandsentschädigungen und Sachleistungen, gilt dieses Kriterium als erfüllt. Fehlt eine der anderen Komponenten (bspw. Abfindungen) wird mit 0 bewertet. Die Angaben müssen nicht individuell für jeden einzelnen Vorstand angegeben sein, sondern können für den gesamten Vorstand als Block genannt werden. Die individuelle Veröffentlichung wird unter Kriterium 7 erfasst.	1	

Kriterienkatalog				Gewicht	Selbstevaluierung (Gelbe Felder ausfüllen)	
#	Kriterium	Quantifizierung	Beschreibung	Bewertung	Quelle	Kommentar
6		b) Existieren variable Vergütungsprogramme (Aktienoptionen, etc.) für die Mitglieder des Vorstandes mit einer langfristigen Anreizwirkung von 2 Jahren und länger und anspruchsvollen Erfolgszielen? (ja = 1, nein = 0)	Bei diesem Kriterium müssen vorhanden sein: 1. Einmalige, sowie jährlich wiederkehrende erfolgsabhängige Vergütungskomponenten (Bonuszahlungen); 2. Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter. Darunter sind Aktien mit Mindesthaltedauer von 2 Jahren, Aktienoptionen und Phantomaktien mit Laufzeit von über 2 Jahre und entsprechende Mezzanine zu verstehen. 3. Die Erfolgsziele müssen anspruchsvoll sein, d.h. die langfristige Vergütung darf nur gewährt werden, wenn ein Index oder Peergroup Benchmark übertroffen wird. Falls Erfüllung der Kodexanregungen, wird dies bewertet, es sei denn es liegen konkrete gegenteilige Informationen vor.	1		
6		c) Werden die ausschlaggebenden Parameter dieser Anreizprogramme für Vorstandsmitglieder detailliert veröffentlicht? (ja=1, nein=0)	Zu diesen Parameter zählen: 1. Anzahl der dem Erwerbsrecht unterliegenden Aktien; 2. Ausübungspreis und Erfolgsziele; 3. Wartezeit bis zur Ausübung und Ausübungszeitraum; 4. Art und Höhe einer Begrenzung des Bezugsgewinns; 5. Aktueller Wert der Optionen. Die einzelnen Komponenten müssen nicht individuell für jedes Vorstandsmitglied angegeben werden. D.h. wenn das Anreizprogramm generell mit den geforderten Parametern beschrieben ist, reicht das. Sollte das Unternehmen in seiner Entsprechenserklärung einen 'Cap' ausschließen, zählt Punkt 4. nicht zu den ausschlaggebenden Parametern, sondern wird in Kriterium 13 erfasst.	1		
6		d) Kam es in den letzten 2 Jahren zu einer nachträglichen Absenkung der Erfolgsziele für Anreizprogramme? (ja=0, nein=1)	Für dieses Kriterium sind die letzten beiden Entsprechenserklärungen relevant. Sollte dort gegen eine nachträgliche Absenkung der Erfolgsziele verstoßen worden sein, wird dieses Kriterium negativ gewertet.	2		
7	Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden. Die Angaben sollen individualisiert erfolgen.	In welcher Form macht die Gesellschaft Angaben zu Vorstandsbezügen? (individualisierte Angaben = 1, Angabe der Bezüge für den Gesamtvorstand = 0)	Kriterium wird nach Entsprechenserklärung bewertet.	1		
8	Vorstandsmitglieder sollen Nebentätigkeiten, insbesondere Aufsichtsratsmandate außerhalb des Unternehmens, nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats übernehmen.	a) Bedürfen Nebentätigkeiten von Vorstandsmitgliedern der Zustimmung des Aufsichtsrates? (ja=1, nein=0)	Kriterium wird nach Entsprechenserklärung bewertet. Nur Zustimmung des AR-Vorsitzenden ist nicht ausreichend	1		
9		b) In welcher Form werden die Nebentätigkeiten von Vorstandsmitgliedern veröffentlicht? (detaillierte Angaben über Art und Umfang der Nebentätigkeiten der Vorstandsmitglieder = 1, Angaben nur über Art der Nebentätigkeiten der Vorstandsmitglieder = 0,5, keine Angabe = 0)	Eine Angabe über andere Aufsichtsratsmandate alleine reicht nicht aus. Auch Honorarprofessuren, Beraterätigkeiten, etc. zählen als Nebentätigkeiten. Ebenso ist der genaue Umfang anzugeben.	1		

Kriterienkatalog			Gewicht	Selbstevaluierung (Gelbe Felder ausfüllen)		
#	Kriterium	Quantifizierung (ja = 1, nein = 0)		Bewertung	Quelle	Kommentar
11	Erfolgt die Erstbestellung von Vorständen i. d. R. für weniger als 5 Jahre?		Falls eine Erfüllung der Kodexanregungen vorliegt, wird dies bewertet. Falls keine Äußerung, wird geprüft, ob darauf in der Satzung oder im Geschäftsbericht hingewiesen wird. Ist keine Angabe vorhanden, wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen der üblichen Praxis (Erstbestellung für 5 Jahre) folgt.	1		
12	Existiert ein Selbstbehalt bei D&O-Versicherung?	(ja = 1, nein = 0)	Kriterium wird nach Entsprechenserklärung bewertet.	1		
13	Existiert ein 'Cap' für Aktienoptionen?	(ja = 1, nein = 0)	Kriterium wird nach Entsprechenserklärung bewertet.	1		
Aufsichtsrat						
14	Der Aufsichtsrat soll einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) einrichten, der sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung und des Risikomanagements, der erforderlichen Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, der Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer, der Bestimmung von Prüfungsschwerpunkten und der Honorarvereinbarung befasst. Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses sollte kein ehemaliges Vorstandsmitglied der Gesellschaft sein.	a) Existiert ein Audit Committee? (ja = 1, nein = 0)	Kriterium wird nach Entsprechenserklärung bewertet.	5		
15		b) Ist der Vorsitzende des Audit Committees der AR-Vorsitzende oder ein ehemaliges VS Mitglied? (ja=0, nein=1)	Dieses Kriterium wird anhand des Geschäftsberichtes und des Lebenslaufs des Vorsitzenden des Audit Committees und des Aufsichtsratsvorsitzenden überprüft. Falls notwendig wird bei der Suche nach einem Lebenslauf auch über die üblichen Suchmaschinen auf das Internet zurückgegriffen. Eine Cooling-Off Periode von 5 Jahren wurde berücksichtigt.	1		
16	Bei Vorschlägen zur Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern soll darauf geachtet werden, dass dem Aufsichtsrat jederzeit Mitglieder angehören, die über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen und hinreichend unabhängig sind. Ferner sollen die internationale Tätigkeit des Unternehmens, potenzielle Interessenkonflikte und eine festzulegende Altersgrenze für Aufsichtsratsmitglieder berücksichtigt werden.	a) Wird ein Qualifikationsprofil bei den Wahlvorschlägen neuer Aufsichtsratsmitglieder veröffentlicht? (ja=1, nein=0)	Anhand der auf der Website des zu untersuchenden Unternehmens abgelegten Einladungen zu Hauptversammlungen, wird überprüft, ob dieses Kriterium eingehalten wurde. Dabei wird bis zur letzten Aufsichtsratswahl zurückgegangen. Wenn keine Angaben bzw. Informationen vorhanden sind, wird hier negativ bewertet. Es muss ein kurzer Lebenslauf vorliegen, das bedeutet eine reine Angabe der derzeit durchgeführten Beschäftigungen reicht nicht.	1		
17		b) Erfolgt eine Einzelwahl der AR-Mitglieder? (ja=1, nein=0)	Es wird anhand der letzten HV-Abstimmungsergebnisse geprüft, ob bei der letzten Wahl eine Block- oder Einzelwahl stattgefunden hat. Dabei wird ggf. rückwirkend geprüft. Falls die Infos nicht zu ermitteln sind, wird negativ bewertet.	1		
18		c) Erfolgt eine Einzelentlastung der AR-Mitglieder? (ja=1, nein=0)	Prüfung anhand der letzten HV-Abstimmungsergebnisse.	1		

Kriterienkatalog			Gewicht	Selbstevaluierung (Große Felder ausfüllen)		
#	Kriterium	Quantifizierung		Bewertung	Quelle	Kommentar
19	Bei Vorschlägen zur Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern soll darauf geachtet werden, dass dem Aufsichtsrat jederzeit Mitglieder angehören, die über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen und hinreichend unabhängig sind. Ferner sollen die internationale Tätigkeit des Unternehmens, potenzielle Interessenkonflikte und eine festzulegende Altersgrenze für Aufsichtsratsmitglieder berücksichtigt werden.	Existiert ein Anforderungsprofil für den Aufsichtsrat, das veröffentlicht wird? (ja=1, nein=0)		1		
20	Eine unabhängige Beratung und Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat wird auch dadurch ermöglicht, dass dem Aufsichtsrat nicht mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands angehören sollen und dass Aufsichtsratsmitglieder keine Organfunktionen oder Beratungsaufgaben bei wesentlichen Wettbewerbern des Unternehmens ausüben sollen.	a) Gehören dem Aufsichtsrat mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands an? (ja=0, nein=1)		1		
21		b) Gibt es ein Aufsichtsratsmitglied, das als Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft mehr als fünf Aufsichtsratsmandate inne hat? (ja=0, nein=1)		1		
22		c) Werden die Mitglieder des Aufsichtsrates für unterschiedliche Amtsperioden gewählt? (ja=1, nein=0)		1		
23		d) Bereiten Aktionärs- und Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat die Sitzungen des Aufsichtsrates gesondert vor? (ja=1, nein=0)		1		
24		e) Wie oft tagt der Aufsichtsrat ohne den Vorstand im Jahr? (nie/keine Information = 0, einmal = 0,5, mehr als einmal = 1)		1		
25	Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen neben einer festen eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten. Die erfolgsorientierte Vergütung sollte auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile enthalten.	Existiert eine erfolgsorientierte Vergütung, die auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile für AR Mitglieder enthält? (ja=1, nein=0)		2		

Kriterienkatalog			Gewicht	Selbstevaluierung (Gebe Felder ausfüllen)		
#	Kriterium	Quantifizierung		Bewertung	Quelle	Kommentar
26	Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder sollte im Anhang des Konzernabschlusses individualisiert, aufgliedert nach Bestandteilen ausgewiesen werden. Auch die vom Unternehmen an die Mitglieder des Aufsichtsrats gezahlten Vergütungen oder gewährten Vorteile für persönlich erbrachte Leistungen, insbesondere Beratungs- und Vermittlungsleistungen, sollen individualisiert im Anhang zum Konzernabschluss gesondert angegeben werden.	In welcher Form werden Angaben zu Aufsichtsratsbezügen veröffentlicht? (Angabe der Bezüge für den Gesamtaufichtsrat = 0, individualisierte Angaben = 1)	Kriterium wird nach Entsprechenserklärung bewertet.	1		
27	Der Aufsichtsrat soll regelmäßig die Effizienz seiner Tätigkeit überprüfen.	Berichtet der AR über regelmäßig abgehaltene Board Reviews? (ja=1, nein=0)	Das Verfahren der Effizienzprüfung muss näher erläutert werden, d.h. nur der Satz "Die Effizienz wurde geprüft.", reicht nicht aus, um positiv bewertet zu werden.	2		
28	Die Teilnahme an AR-Sitzungen ist die Grundvoraussetzung effizienten Unternehmenskontrolle.	Wird die Anzahl der Teilnahmen an den Sitzungen individualisiert veröffentlicht? (ja=1, nein=0)	Prüfung, ob im Bericht des Aufsichtsrates Angaben gemacht wurden.	1		
29	Delegation von Vorbereitungen und insbesondere Entscheidungsbefugnissen an AR-Ausschüsse.	Werden Vorbereitungen und insbesondere Entscheidungsbefugnisse an AR-Ausschüsse delegiert? (ja=1, nein=0)	1) Falls Erfüllung der Kodexanregungen, wird dies bewertet. 2) Falls keine Äußerung, wird geprüft, ob Ausschüsse bestehen. Sollte das der Fall sein, wird im Bericht des Aufsichtsrates, sowie der Satzung nach Angaben zur Entscheidungsbefugnis gesucht. 3) Falls die Infos nicht zu ermitteln sind, wird negativ bewertet. Zur Vereinheitlichung wird auch mit 0 bewertet, wenn kleinere Unternehmen auf Grund der geringen Größe des Aufsichtsrates keine Ausschüsse bilden.	1		
30	Einrichtung eines AR-Ausschusses zur Bestellung und Vergütung von Vorstandsmitgliedern.	Ist ein AR-Ausschuss zur Bestellung und Vergütung von Vorstandsmitgliedern eingerichtet? (ja=1, nein=0)	1) Falls Erfüllung der Kodexanregungen, wird dies bewertet. 2) Falls keine Äußerung, wird geprüft, ob 2004 ein Personalausschuss mit den entsprechenden Verantwortlichkeiten bestanden hat. Sollte das der Fall sein, wird positiv bewertet. 3) Falls die Infos nicht zu ermitteln sind, wird negativ bewertet. Zur Vereinheitlichung wird auch mit 0 bewertet, wenn kleinere Unternehmen auf Grund der geringen Größe des Aufsichtsrates keine Ausschüsse bilden.	1		
Transparenz						
31	Für Geschäfte von grundlegender Bedeutung legen die Satzung oder der Aufsichtsrat Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Aufsichtsrats fest. Hierzu gehören Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens grundlegend verändern.	Ist die Satzung der Gesellschaft im Internet veröffentlicht? (ja=1, nein=0)	Wenn Satzung auf WS vorhanden, wird positiv bewertet.	1		

Kriterienkatalog			Gewicht	Selbstevaluierung (Gelbe Felder ausfüllen)		
#	Kriterium	Beschreibung		Bewertung	Quelle	Kommentar
33	Der Aktienbesitz einschließlich der Optionen sowie der sonstigen Derivate des einzelnen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieds ist dann anzugeben, wenn er direkt oder indirekt größer als 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien ist. Übersteigt der Gesamtbesitz aller Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien, soll der Gesamtbesitz getrennt nach Vorstand und Aufsichtsrat angegeben werden.	Quantifizierung Wird der Aktienbesitz einzelner VS und AR Mitglieder angegeben, sofern er direkt oder indirekt 1% der ausgegebenen Aktien der Gesellschaft übersteigt, bzw. werden die Beteiligungsverhältnisse von Vorstand und Aufsichtsrat nach beiden Gremien gesondert ausgewiesen, sofern der Gesamtbesitz von Aufsichtsrat und Vorstand 1% der ausgegebenen Aktien der Gesellschaft übersteigt? (ja=1, nein=0)	Kriterium wird nach Entsprechenserklärung bewertet.	1		
34	Gesellschaft präsentiert / kommuniziert wesentliche Ertrags- und Strategieziele und geht auf potentielle Abweichungen zu einem späteren Zeitpunkt ein (Abweichungsanalyse)	Werden wesentliche Ertrags- und Strategieziele von der Gesellschaft veröffentlicht (z.B. zu Beginn des Finanzjahres oder Quartals), insbesondere wird eine Abweichungsanalyse wesentlicher, früher genannter Ertrags- und Strategieziele veröffentlicht? (ja=1, nein=0)	Es wurde nach Dokumenten gesucht, in denen Ziele und Planungen des Unternehmens mit den Ist-Werten verglichen und analysiert wurden. Grundlagen bilden die veröffentlichten Ziele sowie das dort erklärte Verhältnis zu den Planzahlen.	2		
35	Werden regelmäßig Analysten- und Investorenkonferenzen durchgeführt?	Werden regelmäßig, d.h. mindestens 2x jährlich, generell zugängliche Analysten- und Investorenkonferenzen durchgeführt? (ja=1, nein=0)	Bei diesem Kriterium wurden die Internetseiten des Unternehmens durchsucht, ob mindestens zwei Analysten- und Investorenkonferenzen im Geschäftsjahr durchgeführt wurden.	2		
36	Von der Gesellschaft veröffentlichte Informationen über das Unternehmen sollen auch über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sein. Die Internetseite soll übersichtlich gegliedert sein. Veröffentlichungen sollten auch in englischer Sprache erfolgen.	Existiert eine übersichtliche Website (auch in englisch) zur Information der Aktionäre? (ja=1, nein=0)	Anforderungen sind eine klare Struktur, gleicher Inhalt englische und deutsche Seite, umfassende Downloadmöglichkeiten, Archiv (z.B. mit alten HV Abstimmungsergebnisse, Einladungen, etc.)	1		
37	Erläuterung der Abweichung von "Sollte-Anregungen"	Werden Abweichungen von "Sollte-Anregungen" erläutert? (ja=1, nein=0)	Eine positive Bewertung der Erläuterung liegt nur dann vor, wenn auf die Anregungen eingegangen wird und die Abweichungen begründet werden.	1		
Rechnungslegung						
38	Der Konzernabschluss wird vom Vorstand aufgestellt und vom Abschlussprüfer sowie vom Aufsichtsrat geprüft. Der Konzernabschluss soll binnen 90 Tagen nach Geschäftsjahresende, die Zwischenberichte sollen binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums, öffentlich zugänglich sein.	Werden die Veröffentlichungsfristen von der Gesellschaft eingehalten? (ja=1, nein=0)	Kriterium wird nach Entsprechenserklärung bewertet.	1		
39	Es ist wichtig eine detaillierte Berichterstattung zu haben, z.B. mit regelmäßigen Angaben über die wichtigsten Bilanzpositionen, GuV Positionen, Cashflow Positionen, Veränderung der EK-Bilanz.	Es existieren keine Quartalsberichte = 0 Quartalsberichte enthält GuV und Teile der Bilanz = 0,5 Vollständiger Quartalsbericht mit Bilanz, Cashflow Rechnung und GuV = 0,5 Vollständiger Quartalsbericht mit Bilanz, Cashflow Rechnung, Segmentberichterstattung und EK-Veränderung = 1	Um die volle positive Bewertung in diesem Kriterium zu erreichen muss die Bilanz, GuV, Veränderung EK, Kapitalflussrechnung und Segmentberichterstattung vorhanden sein. Handelt es sich um ein Ein-Segment Unternehmen, entfällt der Segmentbericht als Kriterium.	2		
40	Die Anreizstrukturen unterhalb der Vorstands haben Einfluss auf die Unternehmensentwicklung	Macht der Konzernabschluss konkrete Angaben zu erfolgsorientierten Anreizsystemen für Führungskräfte unterhalb der Vorstandsebene? (ja=1, nein=0)	Das Anreizsystem muss mit konkreten Angaben (z.B. Beschreibung des Optionsprogramms) veröffentlicht sein. Ein bloßer Hinweis reicht nicht aus.	1		
TOTAL				52	0	0%

注

- 1) 本稿執筆にあたり、情報と資料の提供をいただいた DVFA 及びそのコーポレート・ガバナンス・スコアリング研究チーム責任者である、ハンブルグ大学経済社会科学部のアレクサンダー・バッセン教授に感謝する。
- 2) 根本直子：コーポレート・ガバナンス評価，STANDARD & POOR'S リサーチ，2004.4.16.
- 3) S&P，コーポレート・ガバナンス・サービス，同社ホームページより。
- 4) Witt, P., Corporate Governance im Wandel, in:Zeitschrift, Führung und Organisation, Heft 3. 2002.
- 5) Koyama, A., Corporate Governance der japanischen Unternehmen im großen Wandel, unveröffentlichtes Manuskript für die Jahrestagung 2002. München-Tokio. 2002.5 及び , Koyama, A., Corporate Governance der japanischen Unternehmen im großen Wandel, in:Tagungsbeitrag der 65 Jahrestagung des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft in Zürich, 2003.
- 6) これらについては、松田 健「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス改革」，日本経営学会第 76 回大会（2002.9.6）発表資料に詳しい。
- 7) 試訳であり，正式な日本語訳は定かでない。
- 8) Bernhardt, W., Qualitätsmessung von Aufsichtsräten, in:Tagungsbeitrag der Jahrestagung 2000, Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft, Humboldt Universität zu Berlin, pp.326-329.
- 9) ただし，後述の通り，この作業を行ったメンバーがすでに手をひいているため，この計測については様々な困難が生じている。
- 10) これはやはり驚きであり，過去に遡って検討を計画していた筆者にとっては，少なからぬ影響があった。

コーポレート・ガバナンスと格付け

—— コーポレート・ガバナンスと社債の格付けという観点からの
JCGR の JCGIndex 調査の紹介 ——

東京経済大学経営学部教授

若杉敬明

1. はじめに

コーポレート・ガバナンスは株主の観点から、経営者から良質な経営を引き出す活動という。株主より優先順位が高い債権者にとっては、コーポレート・ガバナンスが良い会社は、それだけ信用度が高いことを意味する。本レポートでは、信用格付けいわゆる格付にコーポレート・ガバナンスを重要なファクターとして取り込むべきであることを主張するために、適切に測定されたコーポレート・ガバナンス尺度と企業業績との間には明瞭な相関関係があることを紹介するものである。

2. 信用格付けの意義

資本主義経済の特徴は、企業活動においては、資本と労働との協力で価値－付加価値－を生産し、それを資本と労働とで分配するということである。しかし、資本主義経済が前提としている自由経済のもとでは、企業活動には不確実性に曝されており、付加価値は変動のリスクを伴う。

ここで付加価値のリスクを、資本、労働のいずれが負担するかが問題になるが、資本がそのリスクを負担するというのが資本主義の大原則である。資本は、付加価値の中から当初の約束分を労働に分配し、残余を自らの取り分とする。残り物であるから当然リスクが伴う。その代わり、資本が企業の支配権を持ち、自らの分け前のリスクを抑え、安全に取り分を確保する権利を有する。これが資本のガバナンスである。

私有財産制度においては、モノについて私的所有が認められており、モノの所有者は支配権を持ち、それと引き替えに支配の結果は、良いものも悪いものも所有者が負担する。これを結果責任という。ここでは、所有、支配および結果責任が三位一体である。

私有財産制度を前提とする資本主義経済は、企業も私的所有の対象と認め、企業にも所有者を認知する。企業において、資本がガバナンスを有し、付加価値のリスク負担という形で結果責任を負うのは、資本が企業の所有者にほかならないからである。企業においては、資本の所有、支配およびリスク負担（結果責任）が三位一体なのである。

現実の資本主義経済においては、二種類の資本がある。契約時に定められた金利支払いを要求する負債と、付加価値から労働の取り分と負債の取り分を支払った最終の残余を受け取る自己資本とである。資本主義経済の原則では、資本がリスクを負担するはずである

のに、実際には負債はリスクを負担しない。そこで、最終的にリスクを負担する自己資本が企業の所有者とされる。

株式会社制度においては、株式の所有者である株主が自己資本の提供者であり、株主が株式会社の所有者とされる。ただし、法律上は、法人として人格を与えられた会社には所有者がいない——人が人を所有する奴隷制度は認められていない——ので、法的な所有者でなく、実質的に所有者として認められているだけである。株主は所有に基づき支配権——ガバナンス——を有し、会社を支配する。

現代の株式会社制度においては、株主の有限責任が認められている。企業が行う事業が損失を出し、継続することは意味がない場合には、企業はすべての債権債務を清算することが認められている。企業倒産である。その際、企業が負債への金利の支払いや元本の返済ができなくても、株主は追加の支出をしなくてよいことになっている。これが株主の有限責任である。その代わり、負債の提供者である債権者は、約定の金利が支払われない、あるいは元本の一部あるいは全部が返済されないという事態に陥る。貸し倒れ、デフォルトである。

債権者が負債を提供する際、将来、付加価値の変動に伴って金利の額が変更されるというようリスクはないが、満足な付加価値を上げられなくなり、企業が倒産し貸し倒れが生ずる可能性がある。これを貸し倒れリスクという。

したがって、債権者が株式会社に負債を提供する際、貸し倒れのリスクに備えて、何らかの対策を採っておくことが必要になる。その方法の一つが、企業が保有する資産を担保としてとることである。もう一つの対策は、企業の行う事業が、十分に収益性が高く、倒産のおそれがないかどうか、あるとすればどの程度の可能性があるかをよく見極めることである。つまり、担保を取るのではなく情報を採るのである。このような情報活動の一つが信用格付けである。

3. コーポレート・ガバナンスと信用格付け

株式会社においては、株主がガバナンスを有しているが、自ら経営することはない。公開会社では、株主が多数で広く分散しているので、それは非効率であるし、事実上不可能である。株主は株主総会で取締役を選任し、実際の経営は取締役に経営を委ねる。

投資資産の価値の増殖を目的とする株主が、取締役会を通して経営者に株式の市場価値—株主価値—の増大をもたらす経営を求めて影響を及ぼすことを監督（狭義のガバナンス）という。

株主価値の増大は、経営者が長期的な観点から株主利益を成長させることによってもたらされる。コーポレート・ガバナンスの目的は、企業の収益性を確保することにある。株主の取り分は、負債に対する金利を支払った後の残余であるから、株主の収益性が確保されることは、負債に対する金利支払いおよび元本の返済が確保されることである。良いガバナンスは、物的担保を取らない負債にとって最良の担保である。

その意味で、コーポレート・ガバナンスは格付けの最も重要な要素のほうである。しか

し、格付け会社による格付けを見ていると、コーポレート・ガバナンスがほとんど考慮されていない。

たとえば、日本格付研究所は社債格付け手法として次のような項目を挙げている。

I. コーポレート格付けの枠組み

A. 信用力

1. 信用力と回収可能性
2. 信用力の評価
3. 「個別企業デフォルト率推定モデル」
4. 保証とキープ・ウェル契約

B. 回収可能性

1. 回収可能性の織り込み方
2. 回収可能性の評価
3. ノアチップの考え方

C. 将来の見通しについて

D. 短期格付け

1. 長期格付けと短期格付けの関係
2. 短期格付けにおける流動性分析のポイント
3. バックアップライン（BL）

ここからはコーポレート・ガバナンスの視点は一切伺えない。また、S&P社は、会社のコーポレート・ガバナンス格付け自体は行っているが、信用格付けとは関係づけていない。ホームページのQ&Aフォーラムでわずかに次のように言及しているだけである。

Q：一般的に、外資による資本参加は格付けプラスになるのでしょうか？

A：必ずしもそのような見方はしておりません。なぜなら外資系資本といってもその内容は様々ではありませんし、資本参加の度合いによって経営に対する影響力も異なるからです。ただし、一般論として、欧米の投資家は、コーポレート・ガバナンスが厳しく、経営者や役員に関して、より厳しい水準のパフォーマンスを要求することが多く、そうした場合は、必要に応じて定性分析時に勘案する場合もあります。

格付け会社の、信用格付けにおけるコーポレート・ガバナンスの重要性に関する意義の認識はきわめて薄いようである。しかし、コーポレート・ガバナンスの評価は、株主の観点から重要であるが、負債の観点からの信用格付けにおいてももっとも基本となる変数のはずである。しかし、格付会社は、上述のように、コーポレート・ガバナンスの格付けは行っている、それを信用格付けに生かそうとはしていない。ここでは、信用格付けにお

いてコーポレート・ガバナンスの評価を重視することを提案したい。その根拠として、以下に私が主宰している日本コーポレート・ガバナンス研究所の JCGIndex サーベイの結果を紹介する。

この調査によれば個々の会社のコーポレート・ガバナンスを正しく評価すれば、コーポレート・ガバナンスと企業業績との間には明瞭な相関関係がある。つまり、コーポレート・ガバナンスが優れている会社は、株主にとっての業績も良いのである。そのことは、コーポレート・ガバナンスが優良な会社は、信用力もあるということを意味するのである。

4. JCGR の東証一部コーポレート・ガバナンス調査 —— JCGIndex サーベイ ——

4.1 コーポレート・ガバナンス調査の主旨

日本コーポレート・ガバナンス研究所の JCGIndex サーベイは、「コーポレート・ガバナンスの目的は、長期的な観点から健全な企業業績を確保するために、経営者が企業業績に責任を持つ経営体制を確立し機能させることである。そのための仕組みがガバナンスシステム（企業統治機構）である。したがって、良いコーポレート・ガバナンスは、経営者から高品質の経営を引き出し、優れた企業業績を生み出す」との認識のもとに、東京証券取引所第一部上場会社を対象に、過去 4 年間アンケート調査を行ったきた。2006 年 8 月初頭から第 5 回調査が行われているが、9 月末現在まだその結果は公表されていない。以下紹介するのは 2005 年の第 4 回調査結果である。

4.2 質問項目の内容

JCGR の報告書によれば、アンケート調査の内容は次のようなものである。

コーポレート・ガバナンスの目的は、企業の経営者に対して明確な企業業績目標を与えるとともに、経営者がそれを責任をもって実現する体制を確保することであると考え、そのためには、経営者である執行役員による経営執行（マネジメント）と取締役会による経営監督（ガバナンス）を明確に分離するとともに、経営の状況を株主始め企業のステークホルダーに常に明らかにしておく透明性の確保が重要であると考え、この観点から、「JCGR コーポレート・ガバナンス原則」にもとづき、次の事項に関する質問群（50 問）を設けた。

- ・株主の観点からのガバナンス
- ・明確な企業目標
- ・最高経営者の責任体制
- ・独立取締役を中心とする取締役会の存在とその経営監督機能
- ・リスクマネジメントを始めとする最高経営責任者の経営執行体制
- ・株主に対するアカウンタビリティ

- ・IR 活動を通じた株主への適切な情報提供
- ・ディスクロージャーによる他のステークホルダーに対する透明性の確保

さらに、これらの事項を、

- 1) 業績目標と経営者の責任体制、
- 2) 取締役会の機能と構成、
- 3) 最高経営責任者の経営執行体制
- 4) 株主とのコミュニケーションと透明性、

という4つのカテゴリーにグルーピングして集計し、さらにこれらを集約してコーポレート・ガバナンスの状態を表す指標 JCGIndex を算出する。4つのカテゴリーすべてが万全であれば、JCGIndex は 100 であり、それに遠いほど 0 に近づくことになる。

4.3 主要な調査結果

以下は、JCGR の第 4 回調査報告からの主要な分析結果の紹介である。

4.3.1 調査と回答状況 ―高まるコーポレート・ガバナンスへの関心―

日本コーポレート・ガバナンス研究所は、2004 年 7 月末から 10 月にかけて、東証一部上場企業（7 月 2 日時点の 1,560 社）を対象に、コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査を行い 341 社から回答を得た。「JCGR コーポレート・ガバナンス原則」を基準として、回答票から各社のコーポレート・ガバナンスの状態を指数化した。この指標を JCGIndex という。

本年の調査は 2002 年（第 1 回）および 2003 年（第 2 回）に続き 3 回目である。2002 年の回答企業は 159 社、2003 年の回答企業は 201 社であり、そのうち 129 社が新規回答企業であった。今年はさらに 189 社から新たに回答があった。過去 3 回の調査で JCGIndex を取得した会社は正味 477 社に上る。

なお、新規回答企業には伝統的な大企業が多く、コーポレート・ガバナンスへの関心が、影響力の大きい指導的な大企業にまで広がっていることが分かる。

4.3.2 回答企業の特徴 ―規模が大きく、かつ企業業績が優れている―

回答企業の特徴は、企業規模が大きいということである。過去 5 年間（1999-2003）の平均で見ると、資産、売上高、従業員数とも、回答企業の平均は全上場企業の平均よりはるかに大きい（約 2 倍）。さらに、回答企業の業績は、全上場企業の業績より優れている。つまり、ROA は 5.20% 対 4.95%、ROE は 3.04% 対 0.795、株式投資収益率－ 0.46% 対－ 1.23% とであり、回答企業の平均のほうが上場企業の平均より高い。

4.3.3 JCGIndex の分布 ―企業間の格差は依然として大きい、平均は上昇―

本年度の回答企業 341 社の JCGIndex の平均は 45.0（標準偏差 12.9）であった。昨年は 37.8（標準偏差 12.0）であったので、前回調査より平均が向上しているように見える。しかし、商法改正、社会的責任への関心の高まりなど、コーポレート・ガバナンスをめぐる

る状況が急速に変化していることを反映して、本年は約 50 問のうちの 2 割程度の質問に大きな変更が加えられているので、単純な比較はできない。

それにもかかわらず、最高値が大きく増加していることなどを考慮すると、わが国のコーポレート・ガバナンスは多少とも進化していると推測できる。ただし、平均点は 45 点で、満点の半分以下である。これから推し量ると、日本企業全体としては、われわれのガバナンス・モデルからかなり遠いと言わざるをえない。

全 2 回の調査でもコーポレート・ガバナンスは企業間で大きな格差が存在したが、本年の調査でも同じことが確かめられた。JCGIndex は最高 83 から最低 11 まで広範囲に分布している。なお、昨年は最高 73、最低 12 であった。

4.3.4 カテゴリー別得点 —アンバランスなガバナンス改革—

JCGIndex は、下の表にある 4 つのカテゴリーの得点 (Cg1, Cg2, Cg3, から Cg4) の合計である。341 社のカテゴリー別得点は表の通りある。

第 3、第 4 のカテゴリーの充足率は 50% を超える高い水準であるが、これに対して第 1 および第 2 のカテゴリーの充足率ははるかに低い。とくに取締役会の機能と構成に関する第 2 カテゴリーは低く、取締役会の監督 (ガバナンス) と執行役員による経営 (マネジメント) の分離が普及していない現状が明確に現れている。

換言すれば、コーポレート・ガバナンス改革を始めとする企業のリストラにより、マネジメント・システムやディスクロージャーの改善は進んでいるが、ガバナンスの根幹である経営責任の明確化や取締役会改革はあまり進んでいないということである。なお、参考までに前回調査の数字を括弧で示したが、上述のように質問項目に変更があったので、カテゴリー別配点も変化している。

	カテゴリー	平均／配点	充足率 (昨年)
I	業績目標と経営者の責任体制	11.9 / 28	42.5% (43.9%)
II	取締役会の構成と機能	6.7 / 25	26.8% (21.0%)
III	最高経営者の経営執行体制	16.0 / 27	59.3% (44.6%)
IV	株主とのコミュニケーションと透明性	10.4 / 20	52.0% (45.3%)

4.3.5 高 JCGIndex 企業・低 JCGIndex 企業の特徴

JCGIndex が高い企業の特徴を見るとともに、JCGIndex と企業業績等との間にいかなる関係があるかを見るために、JCGIndex が特に高い企業と、特に低い企業を選び出した。JCGIndex が 58 以上の (平均より 1 標準偏差以上、上方に乖離している) 企業 51 社を高 JCGIndex 企業と呼び、JCGIndex が 38 以下の (平均より 1 標準偏差以上、下方に乖離している) 企業 55 社を低 JCGIndex 企業と呼ぶ。

4.3.5.1 高・低 JCGIndex 企業の特徴－外国人持ち株比率が高く、CEO が若い－

高 JCGIndex 企業の外国人持ち株比率（26.1％）は、上場会社の平均約（13.8％）より高く、逆に低 JCGIndex 企業（8.3％）は低い。また、CEO の年齢は、高 JCGIndex 企業の平均（60.9 歳）のほうが低 JCGIndex 企業の平均（63.9 歳）より 3 歳若い。

4.3.5.2 高 JCGIndex 企業のほうが、企業規模が大きい

高 JCGIndex 企業は、総資産、売上高、従業員数のいずれをとっても、低 JCGIndex 企業の約 10 倍以上で、圧倒的に大規模である。

4.3.5.3 コーポレート・ガバナンスは総合力

－高 JCGIndex 企業は全てのカテゴリ得点が高い

JCGIndex は、どれかのカテゴリが高得点をとれば、高い水準になるというものではない。高 JCGIndex 企業は、低 JCGIndex 企業と比べると、すべてのカテゴリでより高い得点を上げている。つまり、カテゴリⅠ（18.1 対 6.7）、カテゴリⅡ（12.4 対 4.0）、カテゴリⅢ（20.9 対 10.1）およびカテゴリⅣ（15.2 対 6.0）である。逆に言えば、すべてのカテゴリで高い点をとらなければ高水準の JCGIndex を得ることができない。その意味でコーポレート・ガバナンスは企業の総合力を表すのであり、これが決め手というカテゴリはない。

4.3.6 JCGIndex と企業業績－明確な相関関係－

コーポレート・ガバナンスの目的は良い業績を確保することある。コーポレート・ガバナンスと企業業績との間には、実際に相関関係があるのだろうか。今回の JCGIndex 調査からも、過去 2 回と同様、両者には密接な相関関係があることが明らかにされた。

4.3.6.1 高 JCGIndex 企業のほうが、企業業績が勝れている

過去 5 年間の平均で見ると、基本的な企業業績を表す ROA（6.30％対 4.66％）、ROE（4.12％対－1.82％）いずれを見ても高 JCGIndex 企業の方が高い。また企業業績の株主への分配の指標である株式投資収益率（1.93％対－1.82％）も、高 JCGIndex 企業の方が高い。

4.3.6.2 従業員数の伸び率も高 JCGIndex 企業のほうが高い

過去 3 年間（2001－2003）における従業員数の増加率を見ると、高 JCGIndex のほうが低 JCGIndex 企業より高い（1.43 対 0.60％、ただし統計的には 10％の水準でも有意な差ではない）。しばしば、利益を上げるためには雇用を犠牲にせざるを得ないと言われるが、高 JCGIndex 企業の業績が良いのは、従業員数の削減で費用を節約した結果ではないことを示唆している。

4.3.7 カテゴリー別の得点と企業業績

－取締役会・透明性と JCGIndex との間に強い相関－

JCGIndex の構成要素であるカテゴリー別得点と企業業績との間にはいかなる関係があるのでしょうか。JCGIndex の場合と同様で、それぞれのカテゴリーごとに高得点企業と低得点企業とを抽出して比較した。全般的に、カテゴリー別得点が高い企業群のほうが、低い企業群より企業業績（過去 5 年間の平均）が優れているが、統計的にとくに強い関係が見られるのは、カテゴリーⅡ「取締役会の構成と機能」とカテゴリーⅣ「企業の透明性」とである。なお、昨年調査では、カテゴリーⅡと企業業績の間には明確な関係が見られなかった。この間、いかなる状況の変化があったのであろうか。説明は今後の課題としたい。

これまでの調査を通して、一貫して企業業績ととくに相関関係が強いのは、株主はじめステークホルダーとのコミュニケーションなど経営の透明性に関するカテゴリーⅣである。業績と透明性のいずれが因であり果であるかについて確かなことは言えないが、一つの見方は、業績が良い企業はおのずとディスクロージャーにも積極的になれるということである。

カテゴリーⅠ：株式投資収益率においては高 JCGIndex 企業のほうが低 JCGIndex 企業より高い（1.03%対－ 1.79%）。ROA（5.00%対 5.14%）および ROE（3.00%対 3.59%）については低 JCGIndex 企業の方が高いが、10%水準でもその差は統計的には有意でない。

カテゴリーⅡ：すべての指標で高 JCGIndex 企業のほうが高く、かつ 5%水準で統計的にも有意である。つまり、ROA は 6.62%対 4.70%、ROE は 4.44%対 1.75%、そして株式投資収益率は 1.23%対－ 3.07%である。

カテゴリーⅢ：すべての指標で高 JCGIndex 企業のほうが勝れている。つまり、ROA は 5.86%対 4.92%、ROE は 2.92%対 1.45%、そして株式投資収益率は 0.95%対－ 3.26%である。しかし、その差は株式投資収益率が有意（5%水準）であるほかは、統計的に有意ではない（10%水準）。

カテゴリーⅣ：すべての指標で高 JCGIndex 企業が勝っている。ROA（5.20%対 4.02%）は 5%水準で、ROE（4.13%対 0.56%）および株式投資収益率（2.17%対－ 2.51%）は 1%水準で統計的に有意である。

4.4 JCGR の提言

これまでの調査結果に基づき、「コーポレート・ガバナンス改革が企業および日本経済再生の決め手」というタイトルのもと、JCGR は次のような提言を行っている。

過去 4 回の調査は、企業業績がコーポレート・ガバナンスと強い相関関係にあることを示している。一回ごとの調査の回答率が必ずしも高くないが、総計 1,096 回答、正味 589 社のサンプルが、毎回全く同じように、コーポレート・ガバナンス（JCGIndex）と企業業績との関係を示している。このことから、われわれは、コーポレート・ガバナンス

改革こそが、「グローバリゼーションと技術革新」という 21 世紀の企業環境において日本企業が勝ち組に入る必要条件であると断言し、投資家と企業経営者にコーポレート・ガバナンス改革の推進を提案したい。

とくに投資家つまり株主は重要である。経営者からすると、コーポレート・ガバナンス改革は経営者の業績責任を明確にすることであるから、自らコーポレート・ガバナンス改革を進めるインセンティブは乏しい。しかし、株主にとっては、コーポレート・ガバナンス改革は自らの投資パフォーマンス改善と密接に関係している。コーポレート・ガバナンス改革はまさに株主自身のためである。したがって、投資家こそとくに現代の資本市場の担い手である機関投資家がーより積極的にガバナンス改革に動かなければならない。

その意味で、議決権行使やガバナンス・ファンドなどの **shareholder activism** が活発化することが期待されている。われわれの **JCGIndex** はそのための重要な武器である。活用をお願いする次第である。そのために、今回の調査においては、回答企業に **JCGIndex** の開示をお願いした。つまり、アンケートの際に「貴社の **JCGIndex** が上位 50%に入ったとき公表をご承認いただけますか」という質問をしたが、幸い多数の企業から「YES」の答えをいただいたので、昨年から、これまでの「全回答企業リスト」に加えて、上位 50%の企業名と **JCGIndex** とを公開することに踏み切った。ディスクロージャーをお認めくださった企業の勇気に敬意を表するとともに、寛大さに心よりお礼を申し上げる。これらの企業の意思に応じて、投資家も企業経営者も、**JCGIndex** を大いに活用されんことを切に望む。

5. むすびに

コーポレート・ガバナンスを適切に定義し、かつ企業のコーポレート・ガバナンスを適切に測定するならば、概念的枠組みが示すように、良きガバナンスは良き企業業績をもたらすことが確かめられる。良好な企業業績は、企業の負債の信用を高める。したがって、コーポレート・ガバナンスは信用格付けのキーファクターになりうる。しかし、これまでの信用格付けにおいては、コーポレート・ガバナンスはほとんど無視されてきた。コーポレート・ガバナンスを信用格付けの枠組みに取り入れることを強く提案したい。

【資料】(JCGR の **JCGIndex** サーベイ)：別添 PPT ファイル。

【資料】

2005JCGIndex調査概要

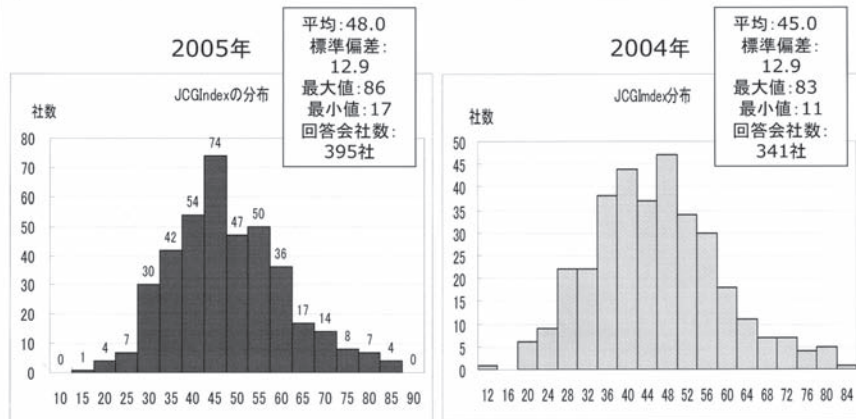
1

1. 調査結果の要点

- 東証一部上場企業1,649社のうち
 - 395社が回答(24.0%)
- 4年間で延べ1096社、正味589社が回答
 - 2002年 159社
 - 03年 201社
 - 04年 341社

2

2. JCGIndexの分布



3

3. 高JCGIndex会社(62社)

- 86東芝/野村ホールディングス 83ソニー/大和証券グループ
 81エーザイ/オリックス 80新生銀行/オムロン 78帝人/イオン/
 日興コーディアルグループ 77三菱電機 76メイテック 74コニカ
 ミノルタホールディングス/スミダコーポレーション/三井物産/ミレ
 アホールディングス 73旭硝子・日立製作所 71良品計画/パル
 コ/ベネッセコーポレーション/* 70アンリツ 69小松製作所/ヤ
 マハ発動機/* 68参天製薬/スカイパーフェクト・コミュニケーショ
 ンズ/TDK/丸紅/住友商事/日本航空 67アサヒビール/昭和シェ
 ル石油/ダイワ精工 66野村総合研究所/日立建機/三井住友海
 上/日立情報システムズ/* 65* 64宇部興産/NTN/フジシール
 インターナショナル 63ニチレイ/横河電機/ヤマトホールディング
 ス/東京テアトル/* 62サッポロホールディングス/ダイキン工業/
 東京エレクトロン/** 61日本高純度化学/武田薬品工業/富士
 電機ホールディングス/HOYA/三菱地所*

4. カテゴリー別のJCGIndex

カテゴリー		ウェイト (A)	平均 (B)	充足率 (B) / (A)
I	企業目標と経営者の責任体制	2.8 (28)	12.0 (11.9)	42.5% (42.5%)
II	取締役会の構成と機能	2.5 (29)	7.7 (6.7)	30.8% (26.8%)
III	最高経営責任者の経営執行体制	2.7 (26)	16.9 (16.0)	62.6% (59.3%)
IV	株主等とのコミュニケーションと ステークホルダーに対する透明性	2.0 (17)	11.4 (10.4)	57.0% (52.0%)

()内2004調査 5

JCGIndexと企業業績

4回の調査(累計1096回答)から
同様の結果が得られた

1. 高JCGIndex企業はROA・ROEが高い
2. 高JCGIndex企業は株式投資収益率が高い
3. 高JCGIndex企業は従業員数が増加している

6

1. 回答企業の特徴①

2000-04

総資産(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,362	411,777.06	1,367.20	20,905,197.80	1,276,610.43
全回答企業	346	830,290.38	3,496.40	20,905,197.80	1,944,604.17

(百万円)

売上高(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,362	345,842.01	724.20	16,086,259.20	1,098,227.87
全回答企業	346	734,750.92	7,607.80	16,086,259.20	1,767,134.66

2002-04

(百万円)

従業員数(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,359	7,065.53	30.20	316,272.40	20,688.63
全回答企業	346	14,405.07	92.60	316,272.40	34,918.51

(人)

7

1. 回答企業の特徴②

2000-04

ROA(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,302	5.189	-14.69	28.91	3.98
全回答企業	334	5.517	-1.47	20.97	3.68

(%)

ROE(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,289	2.364	-454.99	303.45	19.83
全回答企業	331	4.069	-96.18	28.39	8.49

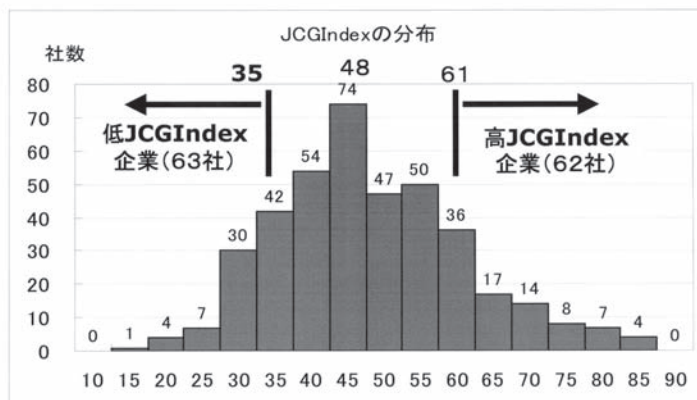
(%)

株式投資収益率	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,249	2.590	-37.60	47.50	10.02
全回答企業	322	2.604	-26.80	29.20	10.23

(%)

8

2. 高・低JCGIndex企業



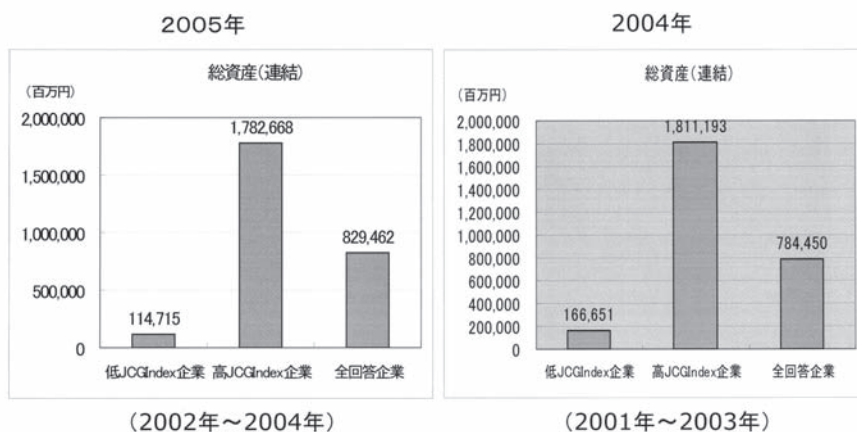
9

高・低JCGIndex企業の比較

カテゴリー	I	II	III	IV	JCGIndex
高JCGIndex 企業	18.8 (27.1%)	13.7 (19.7%)	21.3 (30.7%)	15.6 (22.5%)	69.3 (100%)
低JCGIndex 企業	7.3 (24.1%)	4.9 (16.2%)	11.0 (36.3%)	7.1 (23.4%)	30.3 (100%)

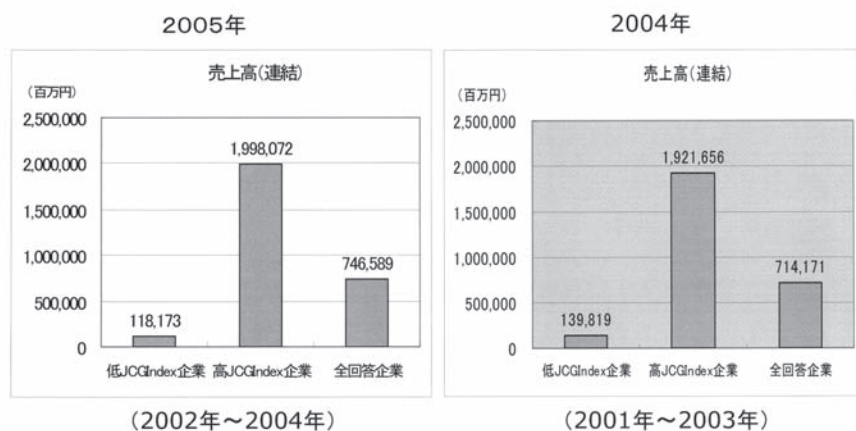
10

3. 企業規模:総資産



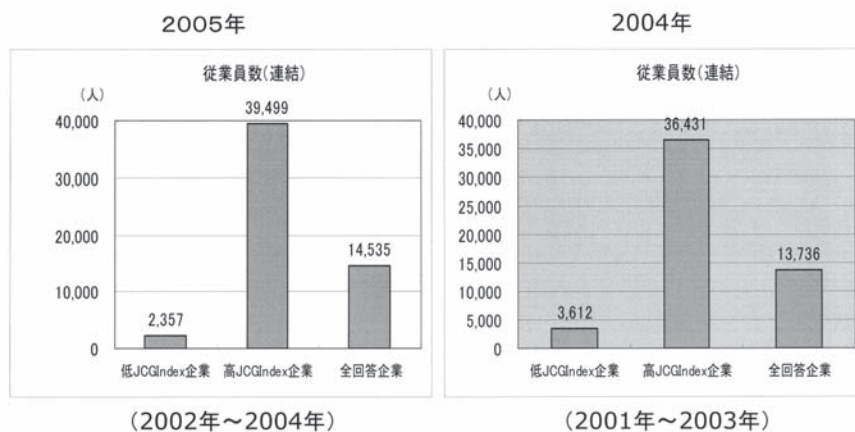
11

4. 企業規模:売上高



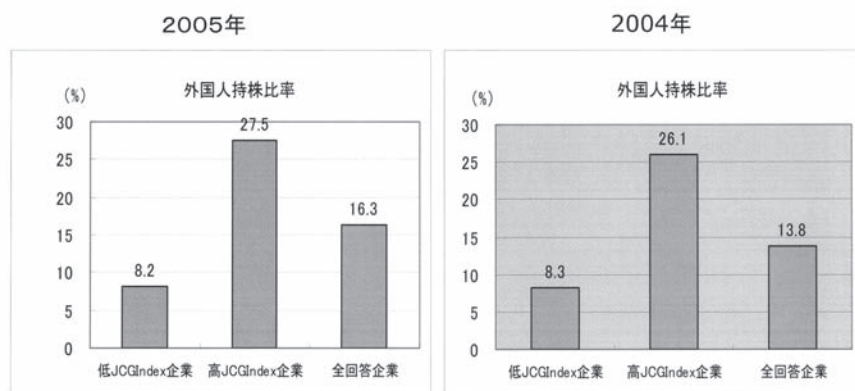
12

5. 企業規模:従業員数



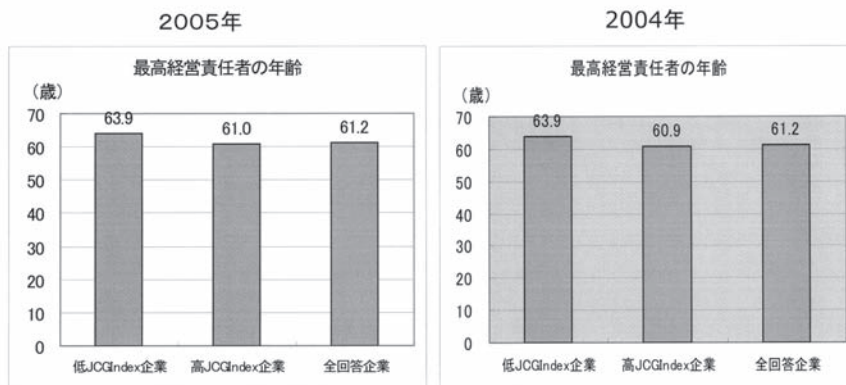
13

6. 外国人株主比率



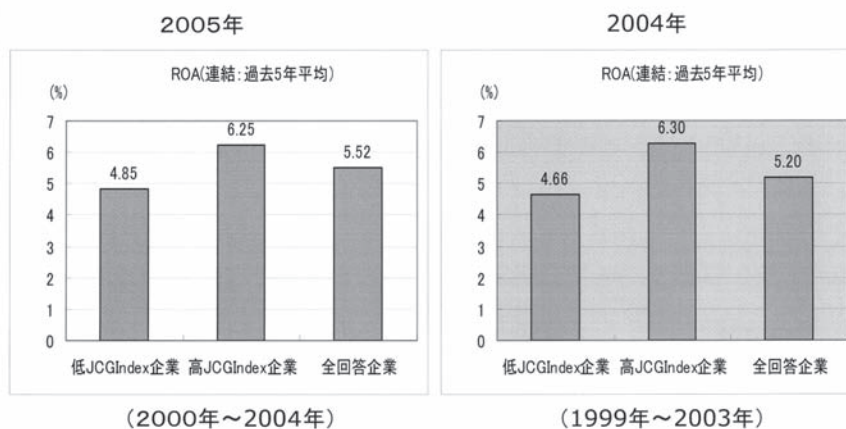
14

7. CEOの年齢



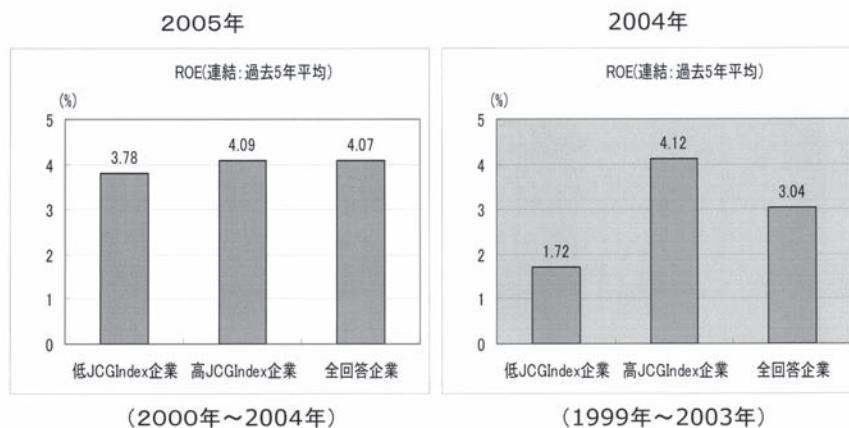
15

8. JCGIndexと企業業績ROA



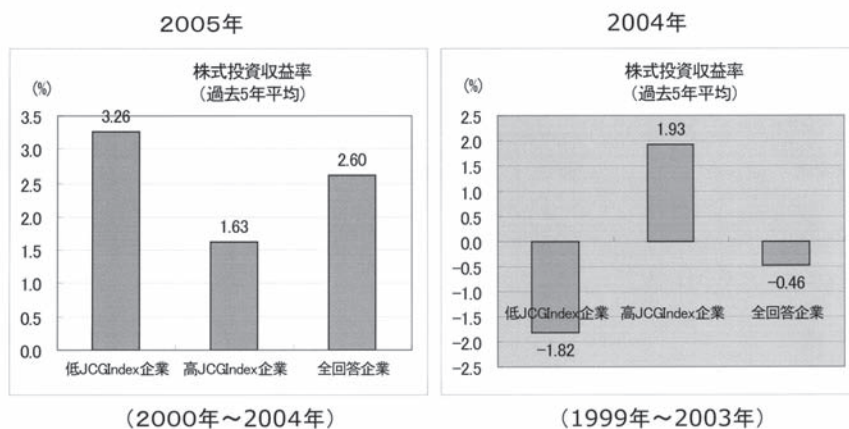
16

9. JCGIndexと企業業績ROE



17

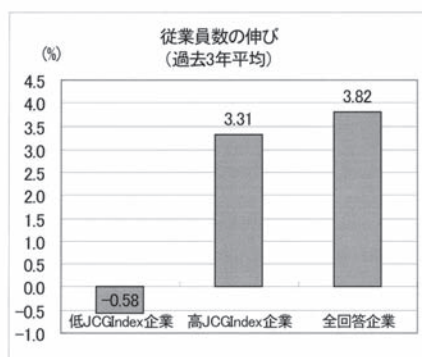
10. JCGIndexと株式投資収益率



18

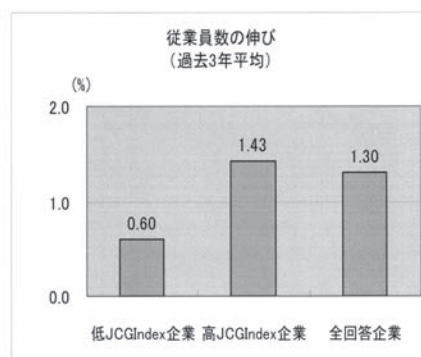
11. JCGIndexと雇用

2005年



(2002年～2004年)

2004年



(2001年～2003年)

社債権者保護のための債券格付制度と社債管理者制度

埼玉大学経済学部教授

箕輪徳二

1. はじめに

株式会社が資本調達的手段として発行する株式は、資本の証券化（資本の商品化）であるのに対して、社債は、会社債務の証券化（債務の商品化）である¹⁾。

両証券は、会社の長期資金（資本）の調達手段として、会社が発展するための要である。会社は、市場競争にさらされながら発展する過程で、長期巨額な設備投資を要求され、その設備資金を個人のみの所有資本ではまかないきれず、かつ、特定の金融機関にその資金を依存するにはリスク負担が大きすぎ融資には限界が生ずる。このような状況下で、会社は、株式証券、社債証券を証券市場において発行し、不特定多数の投資家、投機家等に引き受けてもらい、長期巨額な資金（資本）調達を可能とするのである。

すなわち、発展した資本主義経済（大企業体制）は、株式・社債資本制度である株式会社制度と株式・社債証券の発行・流通を担う証券市場によって担われているといっても過言ではないのである。

ところで、株式証券と社債証券の権利の決定的な違いは、株式証券は、原則として償還がなく、分配は原則として利益の配当で、経営参加権（株主総会での投票権＝支配権）を有している。社債証券は、元本償還と確定利息（費用として利息の支払）、経営参加権を有しない。

つまり、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る。

そこで、会社法は、社債発行会社に元本と利子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る。他方、格付会社²⁾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記号と文章で表示した投資情報を発表している。すなわち、会社法における社債管理者も格付会社の格付投資情報も、会社が発行する社債についての元利金の確実な支払い確保についての社債権者保護のための措置と考えることができる。その措置の本質の違いは、会社法が、社債発行会社への社債権者保護目的としての義務規定であるのに対して、格付会社の社債格付投資情報は、金融投資を考えている投資家への信用リスク投資情報としての投資家保護の意味を有する³⁾。

本稿では、社債権者保護の視点から、格付会社の格付投資情報の意味、戦後格付利用の通史、われわれの格付に関する発行体、投資家へのアンケート調査結果の分析による格付の現状と課題、そして、新会社法における社債権者保護のための社債管理者制度を考察する。

2. 格付の意味、その利用通史と格付の現状と課題

2.1 格付の意味と格付記号

2.1.1 格付の意味と記号

格付は、1909年 John Moody によって、発行される社債について相対的な投資の品質を等級で簡単な記号である MDY Ratings（以下 Moody's を MDY と称す）として投資家に提供したことに起源がある⁴⁾。

MDY の債券格付は、格付記号（Rating Symbols）で、投資の質（信用度）を等級で示している。おのおの格付けで示される一つのグループの質的性格（信用特性）はほぼ同じであるとしている。以下に示すように、投資リスクの最も低いことを意味する（例えば、最も高い投資の質を示す）ものから、もっとも大きな投資リスクを示す（例えば、最も低い投資の質を示す）9つの格付記号がある⁵⁾。

Aaa Aa A

Baa Ba B

Caa Ca C

ここでの債券投資の質とは、社債券の元本の償還の確実性（安全性）と社債利子の支払いの確実性の度合いを意味している。すなわち、社債券の格付の一番高い Aaa は、最も投資リスクの低い投資の質を示しており、C は、最も高いリスク投資の質を示している。一般的には、Baa までの債券格付が、投資適格債券とされている。Ba 以下の格付債券は、投資非適格債券として、元利金の支払リスクの高いものとされ、ジャンクボンドとも呼ばれている。MDY の格付記号「Aa」から「Caa」までの格付には、付加記号、1：上位、2：中位、3：下位で同格付での強さの程度を表記している。

なお、格付記号は、各格付会社で独自に設定している。Standard&Poor's（以下、S&P と称す）、格付投資情報センター（以下、R&I と称す）、日本格付研究所（以下、JCR と称す）、フィッチ（以下、Fitch と称す）などが、以下の大文字で表記している。

AAA AA A BBB BB B CCC CC C SD または D（S&P, Fitch, D のみ JCR 利用）

S&P と Fitch は、上記格付記号 D まで、10 段階に分け、「AA」から「CCC」までには、+、- 符号をつけることがあるが、これは同一の格付のなかでの相対的な強さ、弱さを示したものである。R&I は、「AA」から「CCC」格について、+、- の付加記号をつけ同一格付内での上位、下位を表記している。JCR は、「AA」から「B」までの格付記号に同一等級内での相対的位置を示すものとして、+、- の付加記号を付している。

ところで、債券格付の性格は、S&P によれば、格付の決定は、質的な分析と定量的分析を用いて行っているとしている。その判断は、将来についての質的なものであると、そして、その定量的分析の役割は、最高にできるだけ総合的な質的判断するための助けとなることであると、つまり、格付は一つの意見（an opinion）であるとしている⁶⁾。

このことから、S&P は、格付を、証券の購入、売却、または、保有を推奨するものではないこと、したがって、格付は、投資家のためにその証券の時価が適切かどうかについて言及するものではないとしている⁷⁾。

かくして、格付とは、発行された個別債券が、約定どおり元本と利子を確実に支払うか

の程度（質）を、記号として、格付会社が、投資家に向けて提供する、投資情報であると解されている⁸⁾。

債券の発行者が、格付を格付会社に依頼した格付か、しなかった格付かによって、「依頼格付」と「勝手格付」が存在する。依頼格付は、インタビューや会社内部情報を利用するのに対して、勝手格付は、公開情報のみで格付を行うため、両者の格付の間に差異があると見られている。依頼格付が、内部情報を利用できることから、勝手格付より勝っていると見られている⁹⁾。

2.1.2 勝手格付についてのわれわれのアンケート結果

勝手格付に関して、われわれの発行体への今回のアンケート調査の結果では、2004年度、2005年度とも「両者の格付について区別して明示すれば構わない」が、44.7%から55.4%へ上昇し、「格付の根拠を明示すれば構わない」が、38.2%から35.2%へと若干低下するが、両者を合計すると80%以上であり、おおむね、勝手格付について発行体は、両者を区別して明示すれば認めるという結果が出ている。しかし、「勝手格付けは認められない」が、同年度間で、7.5%から8.9%へ、約1割の発行体が、勝手格付に反対している結果が出ている¹⁰⁾。

勝手格付について、依頼もしていないのに評価されることと、格付けされた企業が付与された格付が低すぎるという不満も多く、格付を強要するものだとの批判もある。勝手格付の根拠は、投資家が格付会社に勝手格付投資情報を求めているからであるといわれている¹¹⁾。

勝手格付についての、われわれの投資家（機関投資家）に対してのアンケート調査では、2004年度、2005年度において、「依頼がなくても格付けすべきである」が24.1%から18.8%と若干低下している。「格付け会社の自由に任せるべきである」が、51.7%から66.7%へ増加している。この「依頼がなくとも格付け会社に任せるべき」の内訳を見ると、同年度間で、「依頼のない格付けをわかるようにする」が91.7%から93.8%へ上昇し、「区別する必要はない」が8.9%から6.3%へ低下している。

このことから、投資家は、勝手格付を好意的に受け止めており、投資情報としての有用性が高いことを認めているが、勝手格付と依頼格付の区別明示を強くもとめていることは、発行体格付と同じ結果が出ている。発行体も、投資家も、依頼格付と勝手格付の区別明示を求めている根拠を推察すると、会社内部情報を利用した格付か否かを、重要視しているといえることができる。ちなみに、投資家は、「全て依頼にもとづいて格付けすべきである」が、24.1%から14.6%へと著しく低下させている。

わが国での勝手格付の実態は、MDY社が先行し、1996年からS&Pが開始した。わが国の格付会社は、生命保険会社の保険支払能力のほか、一部では勝手格付けを行なっている。わが国の格付会社とS&Pは、勝手格付であることを付加記号（pi, op, p）によって区別している。この勝手格付には、公開情報という制約を反映し、+、-のノッチがなく、表示される信用力に依頼格付よりも幅のあることもある¹²⁾。アンケート結果から、発行体、投資家ともに、格付会社の勝手格付の公表には、依頼格付と区別できる明確な明示記

号を付すことを希望している。

2.2 格付情報の内容と格付決定に関連する主な考慮要素・財務指標・財務制限条項

2.2.1 格付けの内容

格付情報の内容は、2種類の情報からなる¹³⁾。1つが、アルファベット記号と+、-の付加記号の組み合わせによって表されている格付記号情報である。その2つが、格付会社による当該発行体の経営状況に関するコメントの文章による情報である。

格付情報は、この2種類の情報により構成されており、債券投資家は、格付記号のみを重視することなく、格付会社が、タイムリーに発表する当該債券発行会社の経営状態に関する文章情報をも十分考慮して当該個別社債の元利金の支払いが約定どおりに履行されるかの、評価・判断しなければならない。

つまり、格付会社による格付情報の内容の役割は、①当該個別社債券が約定どおり元利金支払いがなされるか否か、当該発行会社のその社債についての支払い能力の程度を測定している、②格付会社による当該社債券の支払い能力についての「一つの意見」である。

したがって、格付情報は、あくまで当該個別債券の支払いの安全性についての情報であり(有担保か否か、保証社債か等)、その会社が発行している、債券全体のそれを測定しているわけでもないし、その発行会社についての社会的評価・評判を表しているものでもないのである。

われわれによる投資家への「格付けの定義や、格付けの記号の内容の表現方法は適切ですか」のアンケート結果では、2004年度から2005年度のそれぞれの格付会社に対して、「おおむね適切」が、JCR61.0%から67.3%へ、R&I75.3%から78.0%へ、MDY58.8%から64.0%へ、S&P61.0%から69.4%へ、Fitch43.5%から54.5%へそれぞれ上昇させている。つまり、54%～78%の投資家は、格付定義と格付記号に「おおむね適切」であるとの認識を持っており、年々その定義、表現方法を指示する投資家が増大している。このことは、投資家が、格付会社の公表する格付の定義、格付記号を信用リスク情報として有用性を強めてきていることを示していることでもある(詳細は、2.4.2を参照)。

投資家に対して「格付け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」では、同年度間で、「おおむね優れている」が、JCR48.7%から39.1%へ、R&I66.3%から58.3%へ、MDY64.9%から56.5%へ、S&P58.7%から53.3%へ、Fitch51.1%から37.0%へ、それぞれ低下させている。反対に「どちらともいえない」がJCR39.5%から50.0%へ、R&I30.0%から35.4%へ、MDY32.5%から37.0%へ、S&P36.0%から35.5%へ、Fitch40.0%から59.3%へ、S&Pを除いて他はそれぞれ上昇させている。格付会社の評価レポートについて、投資家の過半(JCR40%とFitch37%除く)が、「おおむね優れている」としているが、「どちらともいえない」の漸増(約35～59%)から、各社の評価レポートに対してのかなりの不十分さを表明している(詳細は、2.4.1参照)。

2.2.2 格付決定に関連する主な考慮要素・財務指標・財務制限条項

S&P は、長期個別債務格付について、比重は一律ではないものの、以下の要素を考慮している¹⁴⁾。

- ①債務履行の可能性—債務の諸条件に従ってその金融債務を履行する債務者の能力と意思
- ②債務の種類と条件
- ③倒産法制やその他債権者の権利に影響しうる法律に基づく破産、会社更生などの手続きがあった場合の債権者保護の内容と債権の相対的地位

MDY は、短期債（満期 13 ヶ月を超えない債務）格付けについて、以下の点に考慮している¹⁵⁾。

- ①安定した業界での指導的地位
- ②高い使用資本収益率
- ③適度な借り入れ依存、豊富な自己資本による安定した資本構成
- ④固定金融費用を負担する利益幅が大きく、キャッシュ生産能力が高い
- ⑤多様な資金調達源をもち、代替流動性が確立されている

このように、格付会社による格付方法は、主に財務諸表のデータを利用しての定量的分析指標と発行会社と金融機関との関係密度の濃淡、研究開発力等の定性的分析指標による総合的な支払い能力測定法である¹⁶⁾。

この測定法のうち、格付会社が共通して重要視している、以下のような財務指標がある。さらに、格付とこの財務指標との相関関係を分析し、それらの財務指標が格付との相関が高いことが検証されている¹⁷⁾。

- ①収益性指標
- ②キャッシュフロー指標
- ③利払い能力指標
- ④資本・負債構成指標
- ⑤財務柔軟性指標、その他
- ⑥純資産等の規模の指標

これらの「財務指標は、比率の指標と規模の指標、そしてフローの指標とストック指標という整理の仕方も考えられる。各指標はその水準の高低と同時に、安定性が評価されると考えられる。それぞれの指標の含意は以下のように推測され」¹⁸⁾ ている。

財務指標の類型

	フローの指標	ストックの指標	フロー・ストックの指標
比率指標	インタレストカバレッジ・レシオ	D / E レシオ 自己資本比率	キャッシュフロー比率 総資本事業利益率
規模の指標	売上高 事業利益 キャッシュフロー	純資産 総資産	—

↓

水準とトレンド・安定性
過去との比較
他社との比較
指標特有の意味

出所) 野村証券金融研究所.

引用) 平井直樹「格付と財務政策」森脇彬編『現代債権格付論』税務経理協会 2000年5月
p.140.

ここで、格付会社が、格付評価に用いる主な財務指標を具体的に見ることとする。

① D/E レシオまたは、自己資本比率

D/E レシオ＝有利子負債／株主資本，いわゆる，負債比率である。自己資本比率＝自己資本／自己資本＋他人資本で，いずれの指標もその会社の資本構成を分析する指標である。成熟産業，あるいは，不況期には，負債比率が低いほど，自己資本比率が高いほど，その資本構成（財務体質）は，安定（健全）あると見られている。

②キャッシュフロー比率

キャッシュフロー比率＝キャッシュフロー（税引後利益＋減価償却費－支払配当金・役員賞与）／有利子負債で，年間のキャッシュフローが負債返済に対してどれほど潤沢にあるか，式を逆に計算すると，有利子負債を年間キャッシュフローで返済する場合，何年かかるかを見る指標でもある。

③インタレストカバレッジ・レシオ

インタレストカバレッジ・レシオ＝（営業利益＋受取利息・割引料＋受取配当）／（支払利息＋支払割引料）で，会社の本業の利益と金融収益が金融費用をどの程度カバーしているか，何倍まであるかを測定する指標である。

④総資本事業利益率

総資本事業利益率＝事業利益（営業利益＋受取利息・割引料＋受取配当金）／使用総資本（他人資本＋自己資本）で，その会社が投下した総資本に対してのその年度の収益力を見る指標で，その会社の総合的な収益力指標の一つである。

⑤企業規模の指標

企業規模指標には、純資産、総資産、売上高、事業利益、キャッシュフロー額などがある。会社は「ゴーイングコンサーン（継続企業）」として評価されるので、キャッシュフロー評価が基本となるがキャッシュフローの変動に対するクッションとして、純資産額の規模もかなり重要視されている。純資産の規模は、財務基盤の堅さとして、売上高は事業基盤の強さの代理変数として一定の位置づけを与えられ¹⁹⁾て、いると考えられている。

さらに、平井直樹氏は、格付とこれらの財務指標との相関分析を行い、業種特性によって若干の違いがあるが、「総じて格付が高いほど財務指標も良好である」²⁰⁾ことを検証している。このことは、格付評価において、主要な財務指標が相当程度重要視されていることをあらためて確認できる。

⑥財務制限条項

格付決定に関連する考慮要素の重要なものに、財務上の特約（1996年1月の財務制限条項の自由化以降、財務上の特約と名称変更したが、ここでは、それ以前の名称の財務制限条項を用いる）がある。

財務制限条項の設定は、経営者・株主と社債権者の利害が対立し、経営者が社債権者の利益を犠牲にして、借入金で投資リスクの高い投資等行う経営意思決定等を行う可能性に対しての社債権者保護のための経営者自らの経営活動規制である。この制限条項が強すぎると、経営者の経営活動の弾力性を制限することになり、微妙な問題を含んでいる。

1996年1月から適債基準が撤廃されると同時に、財務制限条項の設定も自由化されたのである。この適債基準の撤廃、財務制限条項自由化の理由は、「企業側にも社債権者側にも必要以上のコストを課し、社債市場を非効率的にさせる。わが国の大蔵省が適債基準の撤廃および財務制限条項の自由化に踏み切ったのは、海外からの規制緩和の要請があったことも事実だが、上記コストの認識および法規制において従来の『社債の発行条件を完全に当事者の自由に任せた場合には、投資家にとって不利益な事態が生じる』という考え方から、投資家に自己責任を求める考え方に変更したことがもっとも有力な要因であった」²¹⁾と、考えられている。

財務制限条項は、社債契約時に引受会社（幹事会社）との協議によって盛り込まれた特約条項であり²²⁾、社債権者保護目的のために経営者が、自らの経営活動を拘束かつ監視されるように自発的にこれを設定するものである。

黒沢義孝氏は、財務制限条項を財務内容の悪化、担保などの負担の増加制限、資産の処分制限の3分類し、以下のように示している。このうち、運転資金維持条項、投資制限条項、資産処分制限条項は、モニタリングの困難さから、私募債でしか設定されない²³⁾。

社債引受会社との協議で設定される財務制限条項

財務制限条項		
財務内容の悪化に対する制限条項（狭義の財務制限条項）	担保など負担の増加に対する制限条項	資産の処分に対する制限条項
追加債務負担制限条項 配当制限条項 運転資金維持条項 投資制限条項 純資産維持条項 利益維持条項	担保提供制限条項 担保切換条項 セール・アンド・リースバック制限条項 子会社財産に対する優先権の制限条項	会社の営業の主要単位の処分制限条項 子会社株式および債務処分の制限条項 その他

出所) 黒沢義孝著 『債権格付けの実際』 東洋経済新報社 1985 年 p.233 (一部追加修正)。

担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）は、他の債権者への担保提供を制限する条項で、劣後性（当該社債が他の債務に比べて回収面で劣後する度合い）を回避する機能（劣後性回避機能）である。配当制限条項、運転資金維持条項、資産維持条項などは、財務状況の悪化をモニターするためのセンサー機能である。担保切換条項は、これらのセンサー機能によってモニターした上で、場合によっては債権保全措置を講ずるための機能（債権保全機能）である。セール・アンド・リースバック制限条項は、不動産などの固定資産を売却した売主が、その売却資産を対象に、買主との間でリース契約を行い、それを継続使用する取引である。これは、当該企業がリース料の継続支払いによる財務体質の悪化、リース料不払いによる、他の有料資産の差押えを避けるための機能である。

財務制限条項は、特に低格付社債の場合に回収リスクという観点から格付けに反映されるが、高格付社債への反映はほとんどないと考えられる。具体的には、「JCR では格付けの際、担保提供制限条項の有無に加え、その対象範囲についても発行会社の総債務における当該債券の劣後性がどの程度なのかを評価し、これを格付けに反映させる。また、その他の 3 条項（利益維持、純資産維持、配当制限、筆者挿入）についても、これらが発行企業の財務内容の健全性に対する予防的、警告的役割を通じて投資家保護の機能を果たすことから、その設定の有無は格付けの劣後性の要素となりうると考えている」²⁴⁾ である。すなわち、低格付社債の場合、当該企業の実質的な資産と負債のバランス、担保付き債務の多寡、財務制限条項などを勘案して、劣後性が大きいと認められるときは、格付に反映させてノッチ差を付けている場合がある。各財務制限条項の格付への影響度合いという観点では、担保提供制限条項が最も基本的かつ重要な特約である。担保提供制限条項は、この条項が規定する範囲の他の債務が担保付になった場合、当該無担保社債にも担保提供することを義務付けるもので（パリパス条項（par-i pas・su clause））、他の債務に債権保全面で劣後することを防いでいる。これに対して、担保提供制限条項以外の「財務制限条項」は、特約に抵触して初めて強制期限前償還などの措置がなされるもので、格付けへの影響はやや間接的といえる²⁵⁾。

ところで、1997 年に倒産し、すでに再建を果たしたヤオハンジャパンの国内転換社債

のデフォルトのケースは、担保提供制限条項のほかに利益維持条項、配当制限条項が付けられていたものの、これに抵触しなかったため、財務制限条項のブレーキが効かなかったことから、従来の定型的な条項をつければ安全というわけではないということに注意を要する²⁶⁾。

生命保険協会が、財務制限条項の自由化後のその条項（財務上の特約）の付加状況の調査を行っているので、それを見ることにする²⁷⁾。調査年は、1998、1999年（11月1日～11月19日）である。

債権の劣後性回避機能である担保提供制限条項は、1998年、銘柄数で645本、全発行銘柄数762本に対して84.6%（比率計算は以下同じ）から1999年306本で、全発行銘柄数390本に対して78.9%に、銘柄本数、付加率ともに低下したが、約80%の発行銘柄に担保提供制限条項が付けられていることからこの条項の有用性が認められていることがわかる。

センサー機能である純資産維持条項は、1998年10本の1.3%から1999年20本の5.1%で、利益維持条項は、同年度間で、6本の0.8%から11本の2.8%、配当制限条項は1本も付加されていないことから、この機能の条項はほとんど重要視されていないことがわかる。

債権保全機能である担保切替条項は、1998年88本の11.5%から77本の19.7%で、かろうじて発行銘柄本数の約20%に上昇を見せていることから、この条項の有用性が高まってきていると見ることができる。

以上のように、財務制限条項は、リスクが高く格付が低い社債に主に付加され、センサー機能、債権保全機能、債権劣後性回避機能を有していることから、格付会社が当該会社の発行する社債格付を評価するとき、考慮していること、そして、社債権者保護の観点から、経営者の経営活動の指揮をそぐことのない範囲で、この条項を付加することは有用である。

2.3 戦後の格付利用の通史

－格付利用の変遷と格付会社の格付の導入・定着過程－

2.3.1 起債調整を目的とした格付利用の時代

〈1945年代；経済の復興・再建期の格付〉

戦後の経済復興・再建過程において、日銀信用を背景に銀行融資を重点産業に集中的に投入する傾斜金融が実施されるなか、「格付け基準が最初に設けられたのは昭和24年（1949年）8月である。日銀適格担保社債事前審査制度のもとで、社債はA、B、Cの3種類に格付けされ、A格は電力債および起債実績のある超一流債、B格は私鉄および起債実績のある一流事業債、C格は地方会社あるいは新顔債、と分類されていた。金融逼迫によって起債抑制が行われるようになると、この格付にしたがって起債調整が行われはじめたのである。たとえば、日銀の昭和29年（1954年）度起債方針では、C格の起債を認めないと記されている。この時点ですでに格付けは起債調整の手段に転化していたのである」²⁸⁾。すなわち、格付が、戦後最初に見られるのは、1949年8月で、長期資金を重要

産業である鉄鋼、電力産業等に重点配分するために「社債発行を調整」する目的で使われたのである。戦後経済復興期の社債市場は、「日銀適格担保社債事前審査制度」といわれている社債担保金融優遇措置により、わずかに支えられ、「この日銀担保適格社債として日本銀行が社債発行銘柄の選定を行ったが、その際、電力債と超一流債、私鉄及び起債実績のある一流債、地方会社あるいは新顔債と区別するため A、B、C と 3 分類したのが最初の債券の格付である」²⁹⁾。つまり、わが国最初の格付の利用は、投資家に対して債券信用リスク情報のためではなく、重点産業企業に対して資金配分をするための「起債調整」として始まったのである。

〈1955 年から 1964 年；第一次高度経済成長期の格付〉

1955 年（昭和 30 年）代に入ると、日本経済は、国内産業企業の設備投資の拡大による、第一次高度経済成長を遂げた時期である。1955 年代入って、最初に格付が設定されたのは、1959 年 3 月で、金融緩和によって起債拡大方針が打ちだされ、同時に、一般事業債の発行価格は A 格、B 格、C 格に区分され、A 格は鉄鋼三社、東芝、日立など超一流企業の大型債で発行価格は電力債なみに 98 円 50 銭とし、B 格はそのほかにこれまでかなり実績のある会社の社債で発行価格は 98 円とする、C 格はこれまであまり起債実績のない小型社債で発行価格は 97 円 50 銭とするであった。このような格付けを行うことにより発行条件を多様化させていたのである³⁰⁾。

格付基準が形態的に整備されたのは、1961 年（昭和 36 年）4 月で、起債調整が目的であったとはいえ、A、B、C、D に格付し、その基準は、資本金、純資産額、起債残高といった量的規模を重視してランク付けするものであった。規模の大きな企業は、経営の安定性が高く、社債の安全性においても優れているとの意識があったからであると考えられている³¹⁾。

「1966 年 5 月にはその後 1990 年に廃止されるまで続いた債券の格付け制度の原型が制定された。この格付基準では、従来問題とされた起債残高を基準からはずし、質的基準を重視する方針がとられた」³²⁾のである。この質的基準として、配当率、純資産倍率（純資産／資本金）、自己資本比率、使用総資本営業利益率で、A 格、A' 格、B 格は、質的基準 4 要素のうち、2 要素を充足すればよいとされたのである。この新基準は、新たな起債希望会社に道を開くものと期待されたが、実際には資本金（A 格 700 億円以上、A' 各 300 億円以上、B 格 40 億円以上、C 格 20 億円以上、D 格 20 億円未満）、純資産（A 格 1,050 億円以上、A' 格 450 億円以上、B 格 340 ～ 60 億円以上、C 格 30 億円以上、D 格 30 億円未満）の量的基準が絶対的基準として残っていたために、規模の大きな企業ほど有利な格付を得られるために、大きな企業がそのままのこることになったのである。

2.3.2 社債権者保護を強く意識した格付利用の時代

〈1966 年～1971 年：第二次高度成長期、1972 年～1974 年；低成長経済移行期の格付〉

日本経済は 1965 年度（40 年度）の不況を脱し、1966 年（昭和 41 年）から輸出拡大に支えられた企業の設備拡大投資による第二次高度経済成長を遂げるなか、これまでの、

量的基準を残した格付基準に対して、1971年（昭和46年）6月に、経団連・資本対策委員会が「事業債発行市場の弾力化推進に関する申し合わせ」を公表し、発行条件について現行応募者利回りの上下0.25%の範囲において適時変更すること、格付基準については今後必要に応じて見直すなどとしたのである。さらに、1971年6月、市場実勢に応じて発行条件を決める実質的に公募増資となった円建世界銀行債が発行され、1972年の格付基準の変更に大きな影響を与えたのである。

1972年10月から実施された新格付基準は、資本金の量的基準を廃止し、純資産基準にのみに量的基準を絞り込み、その量的基準も若干の緩和・整理を行ったのである。例えば、純資産は、AA格1,000億円以上、A格450億円以上、BB格60億円以上、B格40億円以上に分類した。この量的基準と関係する新質的基準の自己資本比率は、従前のA～B格20%以上からAA～BB格15%以上に、C格25%以上からB格20%以上にそれぞれ引き下げた。新格付基準においては、純資産額の大きさを、重視しつつも、自己資本比率でそれぞれの格で5%を引き下げており、起債企業にとって利活用しやすくなったのである。他の質的基準である、純資産倍率、使用総資本営業利益率、配当率がそのまま残り、とくに、収益性を表す配当率が格付評価の必須条件とされたのである。すなわち、配当率が6期6%以上の場合、その他の質的3要素中1要素以上を充足すること、配当率が2期8%以上の場合、その他質的3要素中2要素を充足することとしたのである³³⁾。

〈1975年～1984年；低経済成長期の格付〉

日本経済は1971年を画期として、それまでの重厚長大産業を中心とする高度成長が終わり生産の量的拡大投資の減退を迎え、1971年のアメリカのニクソン大統領によるドルと金の交換停止、それに次ぐ円為替の切り上げ、1973年の円固定為替相場制から変動為替相場制への移行と第一次オイルショックに直面、政府は輸出産業の支援と経済の刺激のため金利の切り下げ、財政支出拡大の経済政策を実施した。おりから、田中首相の列島改造論が出て地価の上昇、石油を原料とする製品を中心に狂乱物価が発生し、1974年に日銀は、狂乱物価を抑えるべく、公定歩合を史上最高9%に引き上げ、戦後初めて、マイナス成長を経験し低成長移行期を経て、1975年以降の低経済成長の時代に入ったのである。

この時代、1972年（昭和47年）から国内の資金循環に大きな変化が起きたのである。いわゆる、金融市場における過剰流動性の発生で、資金循環が間接金融から直接金融へ転換したのである。企業は、1972年から時価転換社債等の公募時価発行を盛んに行ない、それまでの銀行融資依存の資金依存が縮小し、直接金融に大きく転換をみたのである。かくして、1975年以降の低成長経下で、企業金融は公募時価発行の盛行と自己金融の定着により、それまでの銀行依存から脱却するのである³⁴⁾。

こうした日本経済の変化に対応するべく、1977年（昭和52年）4月に格付基準が改定された。新基準では、適債基準方式（入口規制）の導入、量的基準を緩和するとともに質的要素にインタレスト・カバレッジ・レイシオ（以下、I、C、Rと称す）を加えたのである。

新基準では、「まず比較的緩やかな適債基準により、いわば公募の資格審査のフィルター

をかけ、しかる後に相当厳しい格付基準を適用して個別格付を決定する二段階システムを採用した。－これによって『純資産による格付』という印象を若干薄めるとともに、発行会社から公募の資格を必要以上に奪うことなく弾力的な格付ができるという組み立てになった。－『格付と発行条件とをセットで扱う関係』の項をはずし、格付と発行条件とは直接連動するものではなく、同じ格付でも発行額、年限、その他の要件から発行条件が異なってもよい筈であると発行条件弾力化の思想を打ち出した」³⁵⁾のである。

新基準における適債基準の純資産は、100億円以上と60億円以上の2つに分けられ、それぞれに質的要素の配当率基準が必要要件となっており、3期連続6%以上（ただし純資産100億円未満のものは8%以上）の場合、その他の質的4要素中（純資産倍率、自己資本比率、使用総資本事業利益率、I, C, R）1要素を充足すること、直前期8%以上（ただし純資産100億円未満のものは10%以上）の場合は4要素中2要素以上充足するである。適債基準以外の格における純資産は、AA格1,100億円以上、A格550億円以上、BB格100億円以上、B格60億円以上に分類されたのである³⁶⁾。つまり、低経済成長下、大量の赤字国債の発行に支えられ、海外直接投資の著増と過剰流動性が慢性化する状況で、国内外での本格的な証券発行による資金調達が行われるなか、起債会による格付は、当然にこの変化に対応すべく、格付基準を緩和してきたと考えられる。

1977年10月、証券取引審議会基本問題委員会が「望ましい公社債市場のあり方に関する報告書」を公表し、行政面から「第三者機関による格付」に触れ、投資家保護政策を確保するためアメリカの格付制度にならい、投資家のための質的選別に役立つ制度の創設を提言したのである。これを受け、1979年4月わが国初の格付機関「公社債研究所」の設立次いで、1985年4月「日本格付研究所」、「日本インベスターズサービス」の設立、さらに、海外の格付機関S&P、MDYがわが国に上陸、ここに格付機関による格付情報の提供体制が出来上がったのである。

この間に、「債券格付は1981年2月アメリカの格付を円建外債の適債性の判断材料として利用、1982年2月に転換社債の発行条件基準へ、1984年12月にはユーロ円建適債基準へそれぞれ格付の導入が行われた」³⁷⁾のである。

2.3.3 自己責任原則に基づく投資情報のための格付利用の時代

〈1985年～1990年；バブル経済期の格付〉

1985年アメリカのニューヨーク、プラザホテルで、いわゆる、日米間で「円高ドル安容認」のプラザ合意がなされた。これに対応すべく日銀が公定歩合を引き下げ、超低金利（2.5%）の継続実施を契機に、株式価格と土地価格が異常騰貴するというバブル経済を現出したのである。もともと、1972年以降の日本経済は、資金循環が間接金融から直接金融への転換に見られたように、重厚長大産業の成熟化、組立産業を中心に製品輸出に対しての外圧による自主規制調整による生産の量的限界、税収不足による大量赤字国債発行、政府の緩慢な財政支出と企業の設備投資の減退に伴う金余り現象である過剰流動性が潜在的に存在し、「不況下の株高現象」が発現していたところに、1985年のプラザ合意下の、超低金利政策を契機にバブル経済が発生するのである。

この時期の社債市場は異常に活発化していた。1985年の国内転換社債（以下、CBと称す）の発行額1兆5,855億円から88年6兆9,945億円、1989年7兆6,395億円と1985年に比較して、4.8倍に著しく増加したのである。ちなみに、バブル経済崩壊の1990年のCB発行は9,110億円にとどまったのである³⁸⁾。

こうした状況下で、1986年12月に証券取引審議会は「社債発行市場のあり方」を公表、これに基づき、1987年7月に無担保債適債基準等の発行ルールを導入、1988年12月CP（コマーシャルペーパー）格付の実施、1990年11月に適債基準の格付基準への原則移行へと格付会社の格付利用が社債市場に浸透していったのである。

無担保適債基準等の発行ルールの導入の背景は、1986年12月の証券取引審議会の上記公表文のなかで、社債発行基準の緩和の方向につき、「発行市場の裾野の拡大」、「有担保原則の見直し」の2つを提言した。後者について、内外市場の一体化の進展、わが国産業構造、金融構造の変化にともない、抜本的見直しが必要であるとし、その具体的見直しについても、「格付制度およびディスクロージャー制度の整備、投資者の自己責任原則の徹底などの環境整備をはかりつつ、過渡的措置として、無担保債発行可能企業の範囲の拡大を実施していくのが適当」³⁹⁾との提言がなされたのである。

1987年2月現在の無担保普通社債の適債基準は、純資産3,000億円以上の場合（質的要素：自己資本比率30%以上、純資産倍率3倍以上、使用総資本事業利益率8%以上、I.C.R.3倍以上、1株当たりの配当金直近5期連続6円以上、以下質的要素基準順序同じ）、純資産1,100億円以上の場合（40%以上、4倍以上、10%以上、4倍以上、6円以上）、純資産550円以上の場合（50%以上、5倍以上、12%以上、5倍以上、6円以上）である。

この基準の運用方法は、①純資産1,100億円以上の銘柄は、純資産を必須条件として、その他の5要素中4要素を充足することを必要とした。②格付会社からAA格相当以上の格付けを取得している企業、あるいは純資産が550億円以上でかつA格相当の格付けを取得している企業は上記の適債基準にかかわらず無担保公募普通社債を発行することができる、である⁴⁰⁾。

こうして、1987年格付会社の格付が、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⁴¹⁾。翌1988年11月には、担保付社債にも数値基準と格付の併用が始まったのである。格付の運用は、担保付普通社債；BBB格以上フリーパス、担保付転換社債；BB格以上かつ1株当たり配当金5円、1株当たり税引後利益7円を充足、担保付新株引受権付社債；BBB格以上かつ1株当たりの配当金5円、1株当たり税引経常利益7円充足、である。

その後、大蔵省は、1989年1月「格付についての懇談会」を設置し、1991年まで毎年「わが国資本市場における格付けの定着に向けて」の報告書を公表するなどして、格付制度の普及定着に向けて側面支援をしてきたのである。

〈1990年以降；バブル経済崩壊、金融ビッグバン・各種規制改革期の格付〉

株価、地価抑制のため、日銀は、公定歩合を1989年5月第1次2.5%から3.25%に引

き上げ、以後1年3ヵ月にわたって徐々に引き上げ、1990年8月の第5次引き上げで6%まで引き上げたのである。1990年に金融機関による不動産業への総量規制（金融機関に四半期ごとの不動産向け融資残高を、総貸出残高伸率以下に抑える規制）を実施した。さらに、政府は、1992年4月から地価税（土地評価に相続税路線価を用い、0.3%税率〈初年度0.2%、自己の居住用敷地非課税〉を課した）を施行したのである。

この結果、1990年に株価が、1991年に地価が下落し、バブル経済が崩壊し、その後の、金融機関の不良債権処理、企業再生、金融・会計・会社法等のグローバル化対応、市場競争重視の抜本的な制度改革、それまでの産業・行政の組織・制度の整備・規制改革等、戦後改革に匹敵する改革がなされ、国民に痛みを伴ったデフレ・スパイラル現象を経験する日本経済の長い平成不況の時代に突入したのである。

こうして、一方で、金融機関の不良債権処理、企業再生を進め、他方で、情報・ネットワークが急速に進展し一層グローバル化・市場競争を中心とする各種の規制緩和改革・制度改革が抜本的に実施されるなか、格付基準の緩和は、急速に進み債券格付に収斂してゆくことになる。

1990年6月証券取引審議会基本問題研究会第2部会報告「社債発行市場における諸規制・諸慣行の見直し・廃止」を受け、1990年10月に無担保、担保付双方の普通社債、転換社債および新株引受権付社債の適債基準のそれぞれに全面的見直しがなされた⁴²⁾。

適債基準の緩和の内容は、「入口基準」と「無担保基準」の2分類し、それまでの数値基準を廃止し、格付基準に一本化、無担保社債基準に課していた、純資産基準を廃止したことである。以下、「入口基準」と「無担保基準」の具体的内容を示すことにする。

「入口基準」

普通社債；BBB格以上

新株引受権付社債；BBB格以上、かつ1株当たり配当金（3円）、1株当たり税引経常利益（7円）基準充足

転換社債；BB格以上（複数格付取得）、かつ1株当たり配当金（5円）、1株当たり税引経常利益（7円）基準充足

「無担保基準」

普通社債；A格以上

新株引受権付社債；A格以上

転換社債；BBB格以上。ただし、BBB格かつ純資産額200億円未満の銘柄については財務制限条項として特定物件としての留保が必要

ここでの、「転換社債等エクイティものの入口基準における配当金の基準は、時価発行増資を行う場合の取扱いとのバランス等から残すこととされた。また、財務制限条項については、普通社債および新株引受権付社債の担保提供制限を緩和し、追加債務負担制限条項および利益維持条項の内容の合理化を図り、財務制限条項を付する程度を全面的に緩和するなど、その内容の合理化および緩和が行われた。この1990年の見直しによって、名実ともにその『起債会格付』が廃止されることになり、1959年に開始されて以来、ほぼ

30年間続いた起債会格付けはここに幕を下ろすことになった」⁴³⁾のである。公募社債に関する適債基準及び財務制限条項については、1990年11月から、大蔵省が市場関係者の意見を勘案して、行政指導の形で定めることになった⁴⁴⁾。

その後、1992年7月大蔵省「企業内容等の開示に関する省令」により、格付機関が指定され、債券格付が、政府の認定を受け本格的にスタートした⁴⁵⁾。

さらに、大蔵省は1995年3月、資本市場での自己責任原則の徹底化とマーケットメカニズムの働く社債市場運営を図るべく、適債基準及び財務制限条項について基本見直しを行うと発表し、「いわゆる起債の自由化宣言である。具体的には、(1)これまで社債を発行できる会社を制限してきた適債基準をすべて撤廃する。(2)企業内容のディスクロージャーを充実することとし、まず、格付情報を社債発行の開示書類に開示することとした」⁴⁶⁾のである。

こうして、わが国の一層の金融市場の開放・自由化を主とする金融ビッグバン⁴⁷⁾の表明・実施の年、大蔵省は、1996年1月から社債の適債基準と財務制限条項に関するルールを廃止したのである。財務制限条項は、前述のように、これ以降、「財務上の特約」と呼ばれ自由化し、社債権者保護のために、格付会社の格付投資情報をベースとする、社債発行市場の本格的自由化時代に入ったのである⁴⁸⁾。

このことは、政府に承認された(指定)債券投資家のための格付情報の提供(役割)を通じて格付会社は、社債発行・流通市場において、その会社の社債価格決定に対して重要な影響力・地位を築くことになったのである。つまり、格付会社の当該債券の格付情報は、当該会社の社債についての信用度合いの「一つの意見」とであると称して、実質的に資本市場参加者のみならず、貨幣市場参加者に対しても当該会社の信用度合い情報と解され、当該会社の経営活動に対して直接・間接に大きな力・影響力を及ぼす(持つ)存在となっているのである⁴⁹⁾。

2.4 格付会社の格付の現状と課題

－われわれのアンケート調査結果の分析から－

2.4.1 発行体へのアンケート結果－格付水準、格付変更タイミングなど－

ここで、われわれのアンケート調査(2004年度、2005年度の2回実施による)結果より、発行体が、格付会社による自社の債券格付水準等についてどのように評価しているかを見ることにする(なお、ここでは、発行体に対しての全てのアンケート結果をとりあげていないこと、このアンケートの解釈、評価については私の個人的な見解であることをお断りしておきます)。

「格付け会社を選んだ理由はなんですか」については、2004年度から2005年度(以下同年度)で、「信頼できる格付け会社だから」がJCR53.4%から78.4%へ、R&I70.8%から88.6%へ、MDY87.2%から88.9%へ、S&P89.3%から94.4%へ、Fitch50.0%から100%へと各格付会社とも信頼度が上昇している。この結果は、ある意味では当然の結果で、当該格付会社を信頼できなければ依頼格付をしないと考えられるからである。

「貴社の格付け変更(最新のもの)は格上げでしたか、それとも格下げでしたか」につ

いては、「格上げ」がJCR38.1%から50.0%へ、R&I32.5%から39.4%へ、MDY55.7%から65.2%へ、S&P27.8%から55.6%へ、Fitch40.0%から100%であり、「格下げ」がJCR33.0%から50.0%へ、R&I51.8%から60.6%へ、MDY22.9%から34.8%へ、S&P21.5%から44.4%へ、Fitch0%から0%である。つまり、この年度での発行体の財務体質改善などを反映し各格付会社とも格上げを大幅に増加させている一方で、他方、格下げも若干増加しており、発行体の債券格付の二局分化が見られる。

これを受け、「その格付け変更はタイムリーだったと思いますか」については、「おおむねタイムリーだった」がJCR78.1%から76.9%へ、R&I62.45から53.6%へ、MDY60.8%から60.0%へ、S&P58.1%から37.5%へ、Fitch50.0%から33.3%で、S&P、Fitchがそれぞれ、50%台から30%台に著しく低下させていることから、両社への格付け変更のタイミングについて相当の不満を持っていることがわかる。その不満の中身は、S&Pに対しては、「1年早すぎた」が2004年度12.9%から2005年度（以下同年度）25.0%へ、「1年超遅かった」が16.1%から12.5%である。Fitchに対しての不満は、「早すぎた」0%から33.3%へ、「1年超遅かった」16.7%から33.3%に増大したのである。同様に、MDYに対しての不満は、「早すぎた」が2.0%から15.0%へ、「1年超遅かった」15.7%から10.0%である。R&Iに対してのそれは、「早すぎた」16.1%から25.0%へ、「1年超遅かった」が9.7%から14.3%である。JCRへのそれは、「早すぎた」5.5%から15.4%へ、「1年超遅かった」4.1%から7.7%である。つまり、発行体は、格付け変更のタイミングについて、S&P、Fitchの2社を除き、おおむね肯定的であるが、なお、その変更のタイミングについては、それぞれに不十分さ、不満足を表明している。

「貴社の現在の『格付け水準』についてどうお考えですか」については、「妥当」がJCR33.6%から63.3%へ、R&I20.9%から23.1%へ、MDY24.7%から32.0%へ、S&P14.9%から14.8%へ、Fitch36.4%から0%である。つまり、JCRの63.3%を除き、発行体各社は、20%～30%程度しか自社の格付水準の妥当性を認めていないのである。これに加え、「おおむね妥当」が、JCR33.6%から16.7%へ、R&I31.3%から33.33%へ、MDY28.8%から16.0%へ、S&P20.9%から13.8%へ、Fitch18.2%から0%である。つまり、「おおむね妥当」に「妥当」の合計数値は、JCR67.2%から80.0%へ、R&I52.2%から56.4%へ、MDY53.5%から48.0%へ、S&P35.8%から29.6%へ、Fitch54.6%から0%である。発行体は、とくに欧米系MDY、S&P、Fitchへの格付水準に対して、2005年度に過半の発行体が不満足であることを表明している。その不満足の中身は、「低すぎる」がMDY35.6%から48.0%で、S&P47.8%から59.3%へ、Fitch27.3%から0%で、Fitchを除き発行体の約半数が不満を表明しているのである。さらに、「低すぎる」に「あまりにも低すぎる」を加えると、MDY45.2%から52.0%へ、S&P64.2%から70.4%へFitch45.5%から80.0%と、発行体の過半が、自社の格付水準に不満を持っていることがわかる。

日系2社に対してのこの不満は、「低すぎる」JCR31.6%から20.0%へ、R&I42.55から43.6%で、R&Iに対しての格付水準に対して、40%台の発行体が不満足であることを表明している。

つまり、発行体は、自社の債券格付水準に対して、欧米系3社について、とくに「低

い格付水準」に強い不満を持っており、それに加え、日系2社に対しても2割から4割の発行体が不満足を表明している。

「貴社の格付けの妥当性を判断する基準は何ですか」については、「競合（同業）他社の格付け」が、42.0%から43.2%で、つぎに、「格付会社が公表している格付け基準」が、25.2%から19.8%で、「アナリストのからの説明」が、21.4%から21.0%で、最後に、「他の格付会社による貴社の格付け」が、11.5%から16.0%である。つまり、格付けの妥当性判断基準は、かなり分散している。「競合（同業）他社の格付け」40%台、「アナリストからの説明」21%台、「格付会社が公表している格付け基準」2005年度、約20%、「他の格付会社による貴社の格付け」2005年度、16%である。

ところで、自社の格付水準が低いとの不満が見られたことから、格付会社は、発行体に対して、十分なミーティングと満足のいく丁寧な説明が求められているのである。格付会社の格付情報が当該会社の金融市場での市場評価に強い影響力を持っているがゆえに、その対応（努力）が強く求められるのである。

ここで、相当数の発行体が、自社の債券格付水準に不満足と解釈できたが、発行体による格付会社のアナリストの評価につて、アンケート調査結果から見ることにする。

「格付け会社のアナリストは貴社をよく理解しているとお考えですか」については、「理解している」が、JCR57.3%から57.6%へ、R&I48.9%から45.0%へ、MDY46.6%から50.0%へ、S&P34.9%から36.0%へ、Fitch25.0%から16.7%で、2005年度で、S&P、Fitchを除き、約半数の発行体が自社を理解し格付決定していると認めている。「まあまあ」理解しているは、JCR38.5%から39.4%へ、R&I41.6%から42.5%へ、MDY41.1%から38.5%へ、S&P47.6%から52.0%へ、Fitch50.0%から33.3%で、2005年度で、33～52%に収まっており、消極的ではあるが、「まあまあ」理解していることを認めているが、かなりの不満足の表明とも受け取れる。

「格付け会社のアナリストは貴社の業界をよく理解しているとお考えですか」については、「理解している」がJCR49.6%から45.5%へ、R&I45.3%から50.0%へ、MDY42.5%から60.0%へ、S&P30.6%から40.0%へ、Fitch16.7%から0%である。「まあまあ」理解しているが、JCR42.7%から48.5%へ、R&I40.9%から32.5%へ、MDY31.5%から28.0%へ、S&P48.4%から40.0%へ、Fitch50.0%から33.3%である。

つまり、格付会社の業界理解度についての、発行体の反応は、消極的な「まあまあ」理解しているが、2005年度で、33.3%～48.5%にあり、自社の理解度と同じ結果（33～52%）が得られていることから、格付会社のアナリスト評価について、かなり不信感を持っていることがわかる。したがって、発行体の相当数が、格付アナリストに対して自社理解、業界理解にかなりの不信感を持っていることと、自社の格付水準について格付が低すぎるとの不満足の表明とが符合するのである。

このような、発行体による格付評価についての不信感、不満足を解消し、発行体の内容・格付評価の理解等を深めるためのミーティングがもたれているが、われわれの発行体へのアンケート結果では、2004年度で、ミーティング回数年1回が56.4%～78.4%で、ミーティング所要時間が2～3時間40.7%～55.1%であり、2005年度、年1回が

60.0%～76.0%で、ミーティング所要時間2～3時間20.0%～76.2%である。つまり、格付会社による、発行体へのミーティング回数は年1回で、2～3時間が過半（Fitchを除く）であることがわかる。このミーティングを通じて、発行体の格付評価についての各種の不信、不満足を格付会社は最大限解消するよう努力する必要がある。

「貴社について、格付け会社が公表した調査や分析の質をどのように評価されますか」については、「良い」がJCR33.9%から51.6%へ、R&I32.1%から35.7%へ、MDY32.9%から50.0%へ、S&P24.1%から41.7%へ、Fitch45.5%から40.0%で、2005年度に各格付会社への評価が35.7%～51.6%の範囲で上昇している。「まあまあ」良いが、JCR44.9%から32.3%へ、R&I43.8%から33.3%へ、MDY40.0%から34.6%へ、S&P51.7%から37.5%へ、Fitch36.4%から40.0%である。「優れている」が、JCR21.2%から12.9%へ、R&I19.7%から28.6%へ、MDY24.3%から15.4%へ、S&P15.5%から20.8%へ、Fitch0%から0%である。つまり、発行体は、Fitchを除き、2005年度で12.9%～28.6%の水準で、格付会社の公表情報の質を「優れている」と評価し、これに、「良い」を加えると、60%強の水準でその質を肯定的に評価していることがわかる。しかし、30%強の発行体が、格付会社の公表情報の質について「まあまあ」良いと消極的な評価を下していることに注意する必要がある。

「貴社について格付会社が公表したレポートには格付根拠をわかりやすく書いてありますか」については、「よく書けている」がJCR45.3%から45.2%へ、R&I42.8%から52.4%へ、MDY44.1%から57.7%へ、S&P31.6%から41.7%へ、Fitch45.5%から40.0%で、2005年度で40.0%～57.4%の範囲で、高い評価を下している。「まあまあ」よく書けているがJCR49.6%から48.4%へ、R&I47.8%から38.1%へ、MDY48.5%から50.0%へ、S&P50.9%から50.0%へ、Fitch45.5%から40.0%で、2005年度で38.1%～50%の範囲で、消極的な肯定評価を下している。つまり、この消極的肯定の「まあまあ」を「よく書けている」に加算すると、発行体の8割強が、公表レポートでの格付根拠説明がわかりやすいと評価している。しかし、このことが、当該会社の格付水準を発行体が認めていることではないことは、前述の格付水準のアンケート結果のところで見たとおりである。

「格付け会社は誰の利益を最も優先していると思いますか」については、「投資家」が48.9%から54.9%へ、「投資家と起債者の両方」が23.4%から19.6%へ、「格付け会社」が14.7%から21.6%へ、「起債者（格付け取得会社）」が1.1%から0%へ、「金融機関」が0.5%から0%へ、「わからない」が11.4%から3.9%である。つまり、発行体は、2005年度で、格付会社の格付による最高の受益者を、第1に投資家約55%、第2に格付会社約22%、そして、第3に投資家と起債者約20%と回答している。ここでの注目すべき点は、格付会社のために格付を行っている、格付ビジネスが優先していることを、2割強の発行体が表明していることである。

「格付けの必要性についてどのようにお考えですか」については、「格付けは必要である」が、94.2%から95.8%で、その必要性を認めている。

『指定格付機関制度』についてどのようにお考えですか」については、「現行のままでよい」が55.8%から47.8%へ、「わからない」が27.9%から32.6%へ、「現行の制度を緩

和する必要がある」が 11.6% から 8.7% へ、「現行制度を強化する必要がある」が 2.9% から 6.5% へ、「現行制度を廃止すべきである」が 1.7% から 4.3% である。つまり、発行体は、2005 年度で、「指定格付機関制度」を現行のままでよいが約 48% で、わからないが約 33% であることから、この制度の真の意味・役割がまだ十分に認識されていないことがわかる。たしかに、政府による「指定格付機関」は、法制度に基づき債券格付を行う資格（権限）を付与されているが、この権限行使に伴う、当該起債会社、投資家一般等に対する責任（義務）の内容が曖昧であるようにも考えられる。なぜならば、指定格付機関は、当該会社の債券格付を行うことを、公式に認められたのであるから、その公表格付について、とくに、当該起債会社に対して当該格付水準の根拠、理由等について納得のいく説明責任を負っていると解釈されるからである。つまり、指定格付機関とは、当該格付けに対しての「権限と責任」を十分に果たせる能力と見識を備えていることの認定（指定）でもあると考えられるからである。

以上、発行体に対しての格付会社の格付けに関する主なアンケート結果から、おおよそつぎのようなことがいえる。

発行体による格付等についての肯定的な評価

- ①格付会社の選択は、信頼できるから。
- ②格付けの「格上げ」と「格下げ」の二極化が見られること。
- ③格付の変更のタイミングについて、S&P、Fitch を除き、おおむね肯定的であるが、かなりの程度で不満を抱いていること。
- ④格付の根拠の説明は、わかりやすいと、「よく書けている」と「まあまあ」を加算すると、8 割が評価していること。
- ⑤格付の必要性を、約 95% が認めていること。
- ⑥格付会社の公表した分析・調査情報の質について Fitch を除き、6 割の発行体が、（優れている、良い）認めているが、3 割が、（まあまあ）の消極的肯定であること。

発行体による格付・格付会社への課題

- ①格付水準が低いと感じていること、特に、欧米系に対して強く（2005 年度で、約 52% ～ 80% で）低すぎると表明していること。
- ②自社の格付の妥当性基準の判断は、「競合（同業）他社の格付け」が 40% 台で最高、他の要素は、2005 年度で、16 ～ 21% の範囲に分散していること。
- ③アナリストによる自社の理解について、2005 年度で、「理解している」が、S&P36%、Fitch16.7% を除き、約半数を占めているが、消極的な「まあまあ」が、2005 年度で、33 ～ 52% を占めており、かなりの発行体が不満足を表明していること。
- ④自社の業界の理解については、2005 年度で、消極的な「まあまあ」が、33 ～ 49% を占めており、かなりの不満足を表明していること。
- ⑤格付の受益者を、投資家（55%）、格付会社（22%）、投資家と起債者（20%）であり、格付会社のための格付と考えている発行体はかなりいること。
- ⑥「指定格付機関」の意義が十分理解されていない（2005 年度で、「わからない」約

32%) こと。

このことから、発行体は、自社の格付水準が低いこと、格付会社アナリストの自社の理解、業界の理解に相当の不満を持っていることがわかる。アナリストの自社理解の不足、業界理解の不足については、われわれが、直接に発行体にヒアリング調査した際にも、聞かれたことで相当問題視していた。指定格付会社（機関）は、当該会社の格付決定・公表の「資格」を与えられているからといって、一方的にならないよう当該格付についてミーティング等で発行体・業界について十分理解し、発行体の信頼を得るよう努力すべきである。いやしくも、自社の格付を押し付けるよう印象を持たれることにならないように、専門家としてのプライドとその職責を、一層慎重に果たしてもらいたい。格付が格付会社のための格付とならないよう、とくに期待したいところであり、アンケート調査結果から、そうした傾向にあることを、発行体が表明（批判）しているようにも考えられる。こうしたことを避けるために、複数の格付会社による健全な競争と格付会社に対して中立的な機関による格付監視が一層望まれるのである。

2.4.2 投資家に対してのアンケート結果－投資家は格付になにを期待しているか－

われわれの投資家に対してのアンケート調査結果から、投資家が、格付をどのように評価し、期待しているかを見ることにする（ここでは、投資家に対しての全てのアンケート結果ではないことをお断りしておきます）。

「新規格付け、格付け変更などの情報を通常どのように入手していますか」については、2004年度、2005年度（以下、同年度）で、「ブルームバーグ、テレレートなどの端末」が44.3%から45.3%が最大で、つぎに、「格付け会社からの電子媒体で入手している」が20.8%から23.3%で、以下、「新聞・雑誌など」が20.8%から15.1%、「格付け会社からの刊行物を定期購読している」14.1%から16.3%である。つまり、格付情報の入手手段は、6割強が電子媒体を利用している。

「どの格付け会社の情報を利用していますか」については、「ホームページ（無料）を利用している」が、JCR41.5%から37.0%へ、R&I36.8%から35.8%へ、MDY39.4%から36.0%へ、S&P38.8%から37.5%へ、Fitch32.8%から33.3%で、年度間では、低下しているが、1番多くを占める。つぎに、「定期購読していないが公表情報を利用している」が、JCR26.0%から20.5%へ、R&I23.6%から14.8%へ、MDY28.3%から20.0%へ、S&P27.3%から22.2%へ、Fitch25.0%から18.8%で、同様に低下している。「その他の電子媒体による情報を利用している」が、JCR17.1%から21.9%へ、R&I18.1%から19.8%へ、MDY18.1%から24.0%へ、S&P22.3%から27.8%へ、Fitch18.8%から18.8%で、Fitchの横這を除き上昇している。つまり、2005年度で、投資家の格付情報の利用は、無料のホームページ（33.3～37.5%）とその他の電子媒体（18.8～27.8%）、定期購読ではない公表情報（14.8～22.2%）である。

「電子媒体による情報入手をしていない、または定期購読していない場合の理由」については、「公表情報だけで十分である」が、JCR71.2%から67.9%へ、R&I67.3%から66.7%へ、MDY64.4%から65.2%へ、S&P62.7%から64.0%へ、Fitch64.9%から50.0%

で、S&Pを除き各社とも若干低下しているが、約6割を占めている。つぎに、「有益だが料金が安い」が、JCR18.6%から17.9%へ、R&I23.6%から20.8%へ、MDY25.4%から21.7%へ、S&P23.7%から24.0%へ、Fitch18.9%から20.8%で、2005年度でJCRの17.7%を除き、約20%を占めている。つまり、投資家は、格付情報について公表情報だけで十分であるが、過半を占めている。格付情報の料金については、約2割が高いと表明している。

「格付け情報（有料・無料にかかわらず）をどのように利用していますか」については、「社債投資情報として利用している」が49.1%から48.2%へ、「社内稟議に組み込んでいる」が34.2%から31.1%へ、「株式投資情報として利用している」が15.5%から18.1%へ、「あまり利用していない」が、1.2%から2.4%である。つまり、投資家の約半数が、格付情報を社債投資情報として利用しており、社内稟議に組み込んでいるが3割強あり、約9割強の投資家が、格付け情報を社債等の投資情報として利用している。

「同一対象に対する2つ以上の格付け情報を利用している場合、スプリット・レーティング（異なる格付け）にどのように対応していますか」については、「最も低い格付けを使う」が37.3%から44.2%へ上昇し、「最も高い格付けを使う」が、34.3%から30.2%へ低下している。そのほかの回答では、「国内系・外国系に分けて最も低い格付けを使う」が、20.9%から16.3%へ低下している。つまり、異なる格付け情報利用については、最も低い格付の利用が、2005年度で、6割を占めている。

「格付けのアウトルック（格付けの先行きについてポジティブ、ネガティブなどで表現する見方）は重視していますか」については、「ある程度重視している」が66.7%から74.55%へ上昇し、「非常に重視している」が、16.1%から10.6%へ低下している。反対に、「あまり重視していない」が、14.9%から12.8%へ、「まったく注意を払っていない」が、2.3%から2.1%である。つまり、アウトルックについては、8割強の投資家が、重視または、非常に重視していることが理解できる。

「格付けの定義や、格付け記号内容の表現方法は適切ですか」については、「おおむね適切」が、JCR61.0%から67.3%へ、R&I75.3%から78.0%へ、MDY58.8%から64.0%へ、S&P61.0%から69.4%へ、Fitch43.5%から54.4%へと上昇している。つまり、2005年度で、投資家の約54～78%が格付の定義、格付記号内容の表現を「おおむね適切」と認めている。しかし、「どちらともいえない」が、JCR28.6%から26.5%へ、R&I18.55%から20.0%へ、MDY26.3%から22.0%へ、S&P27.3%から20.4%へ、Fitch47.8%から42.2%へいずれも低下しているが、2005年度で、約20～42%の投資家が格付の定義、格付記号内容の表現に「どちらともいえない」と消極的な回答している。「どちらともいえない」に「やや不適切」を加えると、2005年度で、約20～45%へと、かなりのばらつきがみられるが、疑問を残している。

「格付けは信用リスク情報として使用できますか」については、「使える」が、JCR83.1%から87.5%へ、R&I93.9%から93.9%へ、MDY89.2%から92.0%へ、S&P88.6%から91.8%へ、Fitch56.9%から62.2%である。つまり、2005年度で、投資家の約62～94%が、格付けを信用リスク情報として利用できると表明している。

「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」については、「おおむね適切」が、JCR52.6%から54.0%へ、R&I70.7%から65.3%へ、MDY56.3%から58.0%へ、S&P54.5%から57.1%へ、Fitch36.7%から41.9%である。つまり、投資家は、2005年度で、Fitchの約42%を除き、約54～65%で、市場利回りと格付関係が適切であると回答している。しかし、「どちらともいえない」が、JCR38.5%から34.0%へ、R&I25.6%から24.5%へ、MDY37.5%から30.0%へ、S&P36.4%から26.5%へ、Fitch49.0%から54.8%である。つまり、投資家は、2005年度で、Fitchの約55%を除き、約25～34%が、消極的回答をしている。

「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」については、「おおむね適切」が、JCR44.0%から50.0%へ、R&I51.9%から60.4%へ、MDY47.4%から54.2%へ、S&P48.7%から53.2%へ、Fitch35.6%から27.6%で、「非常に適切」が、JCR1.3%から2.1%へ、R&I2.5%から4.2%へ、MDY1.3%から6.3%へ、S&P1.3%から8.5%へ、Fitch0%から6.9%である。つまり、2005年度で、「おおむね適切」に「非常に適切」を加えると、Fitchの約34%を除き、約52～65%の投資家が、デフォルト率と格付けの関係が適切と回答している。しかし、「どちらともいえない」がJCR50.7%から37.5%へ、R&I43.2%から29.2%へ、MDY42.3%から33.3%へ、S&P40.8%から31.9%へ、Fitch66.0%から55.2%で、2005年度で、「やや不適切」、「不適切」を加えると、Fitchの約65%を除き、約35～48%の投資家が、デフォルト率と格付の関係が適切であると認めたいと回答していることから、4～5割の投資家がこの関係は疑わしいと感じている。

「格付け変更はタイムリーだったと思いますか」については、「おおむねタイムリー」が、JCR35.0%から30.0%へ、R&I44.0%から43.1%へ、MDY37.8%から44.0%へ、S&P39.7%から51.1%へ、Fitch31.3%から32.3%で、欧米系を除いて日本の格付会社はいずれも低下している。つまり、2005年度で、投資家の約31～51%が、格付変更はタイムリーであったと認めている。しかし、消極的ないし、否定的回答を見ると、「どちらともいえない」が、JCR43.8%から32.7%へ、R&I35.7%から31.4%へ、MDY39.0%から28.6%へ、S&P34.6%から28.6%へ、Fitch45.8%から48.4%であり、「ややタイムリーでない」が、JCR10.0%から32.7%へ、R&I9.5%から21.6%へ、MDY12.2%から18.0%へ、S&P14.1%から14.3%へ、Fitch10.4%から12.9%である。つまり、2005年度で、「どちらともいえない」、「ややタイムリーでない」に「タイムリーでない」を加えると、投資家の47～68%が、格付け変更のタイミングについて、消極的ないし、否定的回答をしており、格付け変更のタイミングに疑問を投げかけている。

「格付け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」については、「おおむね優れている」が、JCR48.7%から39.1%へ、R&I66.3%から58.3%へ、MDY64.9%から56.5%へ、S&P58.7%から53.3%へ、Fitch51.1%から37.0%で、いずれも低下させている。つまり、2005年度で、「おおむね優れている」に、「非常に優れている」を加えると、Fitch37%、JCR約39%を除き、60～63%の投資家が評価レポートの質を優れていると評価している。しかし、消極的ないし、やや低いとの評価である「どちらともいえない」がJCR39.5%から50.0%へ、R&I30.0%から35.4%へ、MDY32.5%から37.0%へ、

S&P36.0%から35.5%へ、Fitch40.0%から59.3%で、「やや低い」JCR10.5%から8.7%へ、R&I1.3%から0%へ、MDY1.3%から2.2%へ、S&P0%から2.2%へ、Fitch8.6%から3.7%である。つまり、2005年度で、「どちらともいえない」、「やや低い」に「低い」を加えると、JCR約61%、Fitch53%、S&P40%、MDY約39%、R & I約38%で、この比率の投資家が、各格付会社の格付評価レポートの質に消極的ないしやや低いとの評価を下している。

「格付け会社の存在は投資家にとって有益ですか」については、「おおむね有益である」が、70.5%から66.0%で、「非常に有益である」が22.7%から24.0%である。つまり、投資家の約90%が、格付会社の存在を有益であると評価している。

「格付け情報は今後とも必要だと思いますか」については、「必要である」が62.5%から66.0%で、「是非とも必要である」が、33.0%から32.0%である。つまり、約96%の投資家は、格付情報を今後とも必要であると回答している。

「どの格付け会社が『正しい格付け』を行っているかの判断基準は何であると思いますか」については、「格付けと累積デフォルト率の適切な関係」が、34.4%から33.3%へ、「格付けの適切な変更」が、32.1%から33.3%へ、「格付けと市場利回りとの関係」が、22.1%から16.1%へ、「格付けレポートの適切な表現」が11.1%から16.7%である。つまり、6割強の投資家は、「正しい格付け」の判断を「格付けと累積デフォルト率の適切な関係」と「格付けの適切な変更」にあると回答している。

「格付け会社の格付けは誰の利益を最も優先していると思いますか」については、「投資家と起債者の両方」が、一番多く、JCR24.4%から27.1%へ、R&I30.2%から30.6%へ、MDY26.2%から22.4%へ、S&P22.8%から23.4%へ、Fitch19.6%から20.7%で、2番目が、「明確でない」で、JCR22.2%から16.7%へ、R&I24.4%から20.4%へ、MDY19.0%から24.5%へ、S&P22.8%から25.5%へ、Fitch29.4%から37.9%で、3番目が、「投資家」で、JCR12.2%から16.7%へ、R&I16.3%から20.4%へ、MDY19.0%から18.4%へ、S&P20.3%から19.1%へ、Fitch15.7%から17.2%で、4番目が、「格付け会社自身」で、JCR19.5%から10.4%へ、R&I17.4%から14.3%へ、MDY28.6%から30.6%へ、S&P25.3%から25.5%へ、Fitch29.4%から17.2%である。以下、「起債者」で、JCR19.5%から27.1%へ、R&I9.3%から14.3%へ、MDY6.0%から4.1%へ、S&P7.6%から6.4%へ、Fitch2.0%から6.9%で、最後、「金融機関」が2004年度1.2～3.9%で、2005年度0～2.1%で、極端に低下している。つまり、2005年度で、約21～31%の投資家は、格付けが「投資家と起債者」の利益を最も優先していると回答している。さらに、同年度で、約17～20%の投資家は、「投資家」の利益を優先しているとしている。しかし、約10～31%の投資家は、「格付け会社自身」の利益を優先していると考えており、とくに、欧米系の格付会社にその傾向が強い（約17～31%）と回答している。

「現在の『指定格付機関制度』（金融庁指定）についてどのようにお考えですか」については、「現行のままでよい」が、55.3%から66.0%に上昇し、過半を占めている。つぎに、「わからない」が、28.2%から22.0%へ低下を見せているが、2割強の投資家が、この制度の意義について十分には理解されていないことがわかる。その他、「指定制度を緩和す

る必要がある」が、9.4%から4.0%へ低下、「現行制度を強化する必要がある」が、2.4%から4.0%へ上昇、「現行制度を廃止すべきである」が、4.7%から4.0%に低下し、いずれも、2005年度で、4%である。

以上、投資家に対しての格付けについてのアンケート結果を、簡単にまとめておくことにする。

- ①格付情報の入手手段は、6割がブルームバーグ、テレレートなどの端末、電子媒体であること。
- ②格付情報の利用は、2005年度で、無料ホームページ（約33～38%）、その他電子媒体（約19～28%）、定期購読ではない公表情報（約15～22%）であること。
- ③電子媒体情報入手・定期購読していない理由は、公表情報だけで十分であるが過半で、格付情報料金が-highい、2割ある。
- ④格付情報の利用は、2005年度で、社債投資情報（約48%）、社内稟議組込（約32%）、株式投資情報（約18%）で、投資情報として十分活用していること。
- ⑤スプリットレーティング（異なる格付）対応は、低い格付利用が、2005年度で、6割を占めること。
- ⑥格付のアウトルック情報は、8割強が、重視または、非常に重視していること。
- ⑦格付定義・記号・表現方法は、2005年度で、おおむね適切（54～78%）と認めている。しかし、どちらともいえない（約20～42%）に、やや不適切を加算（約20～45%）と、かなりばらつきが見られること。
- ⑧格付の信用リスク情報としての利用は、62～94%が利用できるとしていること。
- ⑨市場利回りと格付けの関係は適切であるが、2005年度で、Fitch約42%を除き、約54～65%を占めている。しかし、どちらともいえないが、Fitch約55%を除き、約25～34%で、かなりの比率で、消極的の回答をしていること。
- ⑩予想デフォルト率と格付けの関係で、おおむね適切、非常に適切が、2005年度で、Fitch34%を除き、約52～65%である。しかし、どちらともいえない、やや不適切、不適切を加算すると、Fitch約65%を除き、約35～48%を占め、適切とはいえないがかなりあること。
- ⑪格付変更はタイムリーであったと、約31～51%が認めている。しかし、どちらともいえない、ややタイムリーでない、タイムリーでないの合計が、47～68%で、相当の不満を表明していること。
- ⑫格付会社の格付評価レポートの質を、2005年度、Fitch37%、JCR39%を除き、60～63%が高く評価している。しかし、どちらともいえない、やや低い、低い合計は、JCR約61%、Fitch53%、S&P40%、MDY約39%、R&I約38%と、その評価は分散していること。
- ⑬投資家の90%が、格付会社の存在を有益であるとしている。
- ⑭投資家の96%が、格付け情報は今後も必要であるとしている。
- ⑮正しい格付けの判断基準を、2005年度で、格付と累積デフォルト率の適切な関係（33.3%）、格付の適切な変更（33.3%）にあるとしていること。

⑯ 2005 年度で、約 21 ～ 31% の投資家は、格付が投資家と起債者の利益を最も優先しているとしている。しかし、約 10 ～ 31% の投資家が、格付会社自身の利益を最も優先しているしとしており、とくに、欧米系の格付会社はその傾向が強いと（約 17 ～ 31%）感じていること。

⑰ 指定格付機関制度は、現行のままでよいが、過半である。わからないが 2 割強しめており、この制度が十分に理解されているとはいいいがたいこと。

このことから、投資家は、格付会社の格付情報を、信用リスク情報として活用しており、具体的には、社債投資情報、社内稟議組入れ、株式投資情報として利用している。スプリットレーティングへの対応は、低い格付けを利用している。投資家の格付情報利用は、無料の公表情報で、格付情報料金が高いとの指摘をしている。格付会社、格付の必要性については、今後とも必要であるとその意義を認めている。

しかし、投資家の格付会社への主な課題提起は、第 1 に、格付変更はタイムリーであったと、タイムリーでなかったが半々に別れ、後者の方が多かったこと。第 2 に、予想デフォルト率と格付の関係で、過半が適切と回答していたが、やや不適切等が 3 割～ 4 割強占めていたこと。第 3 に、格付け評価レポートの質は、6 割強が高く評価していたが、どちらともいえない等、消極的評価が 3 割強～ 6 割を占め、格付会社間で評価が分かれていたこと。第 4 に、格付会社の格付は、投資家と起債者の利益を最も優先（2 ～ 3 割）で、格付け会社自身も 1 ～ 3 割あり、欧米系の格付け会社はその傾向が強く（1.7 ～ 3 割）感じていること。第 5 に、指定格付機関制度は、過半が現状のままで良いとしているが、2 割強がわからないとしており、この制度が十分理解されていないこと等である。

2.5 小 括

われわれは、この編において格付会社の格付情報の意味、格付決定のための考慮要素等、格付利用の歴史的変遷、格付利用者である発行体、投資家に対してのわれわれのアンケートの結果からの、格付けの現状と課題を論究してきた。

MDY によれば、格付は、格付記号（Rating Symbols）により、投資の質（信用度）の等級を示しているとしている。

債券格付の性格は、S&P によれば、格付けの決定が、質的な分析と定量的な分析を用いて行い、その判断は、将来についての質的なものであると、そして、その定量的分析の役割は、最高にできるだけ総合的な質的判断するための助けとなることであると、つまり、格付は、「一つの意見」であるとしている。

格付情報の内容は、格付記号と当該発行体の経営状況に関するコメントの文章による情報の 2 種類である。

格付会社の格付には、当該発行会社の依頼に基づく「依頼格付」と格付会社が一方的に（発行体の依頼に基づかない）格付する「勝手格付」がある。われわれの発行体に対しての「勝手格付」についてのアンケート結果では、2005 年度で、「両者の格付について区別し明示すれば構わない」（55.4%）、「格付の根拠を明示すれば構わない」（35.2%）で、おおむね、区別して明示すれば構わないが過半であるが、「勝手格付けは認められない」

(8.9%) あることにも注意が必要である。

投資家に対しての「勝手格付」のアンケート結果は、2005年度で、「依頼がなくても格付けすべき」(18.8%)、「格付会社の自由に任せるべき」(66.7%)で、過半が、勝手格付に賛成している。ここでの、「格付会社の自由に任せるべき」の内訳を見ると、「依頼のない格付けをわかるようにする」(93.8%)、「区別する必要がない」(6.3%)で、ここでも、勝手格付の区別明示を求めている。つまり、両者には、若干の相違はあるが、おおよそ勝手格付の明示をすれば、勝手格付を認めるとしている。

われわれは、格付会社が格付決定においての主な考慮要素、財務指標、財務制限条項(財務上の特約)について論述した。その考慮要素は、S&P における長期個別債務格付で、債務履行の可能性など3項目、S&P における短期債務格付で、安定した業界での指導的地位など5項目にわたっている。財務指標では、フロー指標、ストック指標、フロー・ストック指標に分けて分析利用している。財務制限条項は、1996年適債基準が撤廃されると同時に、自由化された。財務制限条項は、社債契約時に引受会社(幹事会社)との協議によって盛り込まれた特約条項で、社債権者保護目的のために経営者が、自らの経営活動を拘束かつ監視されるように自発的にこれを設定するものである。財務制限条項は、低格付債券に回収リスクという観点から格付に反映され、高格付債券には必要が乏しいものである。

戦後格付けの通史においては、格付利用の変遷と格付けの導入・定着過程について、つぎの3期に区分して論述した。その区分は、①起債調整を目的とした格付利用－1945年代経済再建・復興期、1955～1964年第一次高度経済成長期－、②債権者保護を強く意識した格付利用－1966～1971年第二次高度経済成長期、1972～1974年低経済成長移行期、1975～1984年低経済成長期－、③自己責任原則に基づく投資情報のための格付利用－1985～1990年バブル経済期、1990年以降バブル経済崩壊、金融ビッグバン・各種規制改革期－である。

戦後の格付の利用は、日銀適格担保社債事前審査制度に支えられ、重要産業に資金を配分調整する目的で、日銀指導で始まった。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成立した。この基準は、量的基準から起債残高をはずし資本金、純資産のみとし、質的基準(配当率、純資産倍率、自己資本比率、使用総資本営業利益率)を重視するものであったが、資本金基準が残ったために規模の大きな企業に有利に働き、大きな企業のみが残ることになった。この新格付基準の性格は、社債権者保護の意識が強く働いた格付基準と見ることができ、1987年7月の無担保適債基準等の発行ルールの導入、1990年11月の適債基準の格付基準への原則移行まで続いたと見るができる。

1972年10月実施の新格付基準は、量的基準から資本金をはずし、純資産のみとし、その基準および、質的基準の若干の緩和をはかり社債発行の一層の利活用を目指した。

1977年4月に格付基準を改定し、適債基準方式(入口規制)の導入、量的基準を緩和するとともに、質的要素にインタレスト・カバレッジ・レシオを加え、発行会社から公募の資格を必要以上に奪うことなく弾力的な格付ができるようにした。そして、1979年4月にわが国初の格付機関「公社債研究所」の設立、1985年4月「日本格付研究所」、「日

本インベスターサービス」が設立され、外国の格付機関 S&P、MDY も上陸し、格付情報の提供体制がそろったのである。

1987 年 7 月の無担保適債基準等の発行ルールの導入、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適債基準を全面的に見直し、「入口基準」と「無担保基準」の 2 分類し、数値基準を廃止し、格付基準に一本化し、格付会社の格付情報による起債がスタートした。ここに投資家が、格付情報を利用して投資する自己責任原則投資が本格的に始まったのである。こうして、1990 年に、1959 年以来 30 年間続いた「起債会格付」が廃止された。1992 年 7 月には、指定格付機関制度がスタートした。そして、大蔵省は、1996 年 1 月に、企業内容開示の充実と資本市場でのマーケットメカニズムの働く投資家の自己責任原則の徹底を図るため、適債基準の廃止、財務制限条項の自由化を実施し、格付会社の格付情報をベースとする社債権者保護の時代がスタートしたのである。

つぎに、われわれの発行体、投資家へのアンケート結果から、格付けについての現状と課題について探究した。

最初に、発行体に対してのアンケート結果探求した。発行体は、自社の格付水準が低いこと、格付会社アナリストの自社の理解、業界の理解に相当の不満を持っていることがわかるのである。アナリストの自社理解の不足、業界理解の不足については、われわれが、直接に発行体にヒアリング調査した際にも、聞かれたことで相当問題視していた。指定格付会社（機関）は、当該会社の格付決定・公表の「資格」を与えられているからといって、一方的にならないよう当該格付についてミーティング等で発行体・業界について十分理解し、発行体の信頼を得るよう努力すべきである。いやしくも、自社の格付を押し付けるような印象を持たれることにならないように、専門家としてのプライドとその職責を、一層慎重に果たしてもらいたい。格付が格付会社のための格付とならないよう、とくに期待したいところであり、アンケート調査結果から、そうした傾向にあることを、発行体が表明（批判）しているようにも考えられる。こうしたことを避けるために、複数の格付会社による健全な競争と格付会社に対して中立・公平な機関による格付監視が一層望まれるところである。

投資家へのアンケート結果から、投資家は、格付会社の格付情報を、信用リスク情報として活用しており、具体的には、社債投資情報、社内稟議組入れ、株式投資情報として利用している。スプリットレーティングへの対応は、低い格付けの方を利用している。投資家の格付情報利用は、無料の公表情報で、格付情報料金が高いとの指摘をしている。格付会社、格付の必要性については、今後とも必要であるとその意義を認めている。

しかし、投資家の格付会社への主な課題提起は、第 1 に、格付変更はタイムリーであったと、タイムリーでなかったが半々に別れ、後者の方が多かったこと。第 2 に、予想デフォルト率と格付の関係で、過半が適切と回答していたが、やや不適切等が 3 割～4 割強占めていたこと。第 3 に、格付評価レポートの質は、6 割強が高く評価していたが、どちらともいえない等、消極的評価が 3 割強～6 割を占め、格付会社間で評価が分かれていたこと。第 4 に、格付会社の格付は、投資家と起債者の利益を最も優先（2～3 割）で、格

付会社自身も1～3割あり、欧米系の格付会社にその傾向が強く（1.7～3割）感じていること。第5に、指定格付機関制度は、過半が現状のままで良いとしているが、2割強がわからないとしており、この制度が十分理解されていないこと等である。

以上の、発行体、投資家への格付会社の格付けについてのアンケート結果から、格付けの必要性、その定着は十分認識されており、信用リスクの投資情報として債権者保護の目的を果たしていると評価できる。しかし、現状は、社債の発行市場においての、起債格付の利用が主で、社債流通市場での格付の信用情報の利用を一層進めていかなければならないと考える。なぜならば、社債の利回り決定について、格付記号の差異による信用リスクプレミアムの変動が、貨幣市場におけるフリーリスク・インタレスト・レシオをベースに十分働く（反映する）には社債流通市場における社債売買の活性化が不可欠であると考えらるからである。

3. 新会社法における社債権者保護制度 －社債権者保護のための社債管理者の権限・責任の強化－

3.1 社債権者保護のための社債管理者制度

新会社法は、2006年5月に施行された。旧会社法は、商法、有限会社法で規定されていたが、このたびの新会社法は、これら旧会社法規制を一本化し、口語体表現に改めた抜本的改正である。新会社法における会社制度は、株式会社、合資会社、合名会社、合同会社で、有限会社は廃止されたが、会社法施行前に現存する有限会社については特例有限会社として存続できる。

旧商法では、株式会社にのみ社債発行を認めてきたが、新会社法では、すべての会社で、社債を発行できることになった（会社法676条）。

新会社法は、社債の定義をしている。その定義は、会社法2条第1項23号で「社債 この法律の規定により会社が行う割当てにより発生する当該会社を債務者とする金銭債権であって、第676条各号（社債募集に関する事項の決定）に掲げる事項についての定めに従い償還されるものをいう」である。

この新たな定義規定の理由は、旧商法では、社債の定義がなかったために、「コマーシャル・ペーパー、シンジケート・ローン、わが国の株式会社が外国法に準拠して発行する債券等が『社債』に該当するか否かが明らかでないため、それらについて、その発行に際して社債発行手続き（社債管理会社の設置も含む）をとることの要否等、社債に係る規律の適用があるか否かが明確でなかった」⁵⁰⁾ ためである。

新会社法における社債法の改正点の一つが、この編で、取り上げる社債権者の保護の強化・合理化である。この具体的内容は、社債管理者制度の強化・合理化である。社債管理者（旧商法では、社債管理会社であった）制度の導入は、1993年（平成5年）旧商法で規定していた社債発行限度額（純資産額限度）の撤廃、「社債発行限度暫定措置法」の廃止に伴い、社債権者保護を目的に旧商法に導入されたものである⁵¹⁾。以下、この社債権者保護の強化・合理化の内容について条文を吟味しながら論述する⁵²⁾。

3.1.1 社債管理者の設置の範囲

旧商法では、社債を募集するには、社債管理会社を定め、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すべきことを委託しなければならないが、社債管理会社の設置不要の場合として、各社債金額が1億円以上である場合および社債の総額を社債の最低額をもって除した額が50未満である場合で、社債管理会社設置の例外を規定していた（旧商法 297 条）。

新会社法（以下、会社法と呼ぶ）は、社債管理会社を社債管理者に名称変更し、旧商法の考え方を基本的に維持している。社債管理者の設置規定は、会社法 702 条である。会社法 702 条（社債管理者の設置）

「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おそ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」

ここでの法務省令 169 条（社債管理者を設置することを要しない場合）の規定は「法第 702 条に規定する法務省令で定める場合は、ある種類（法第 681 条第 1 号に規定する種類をいう。以下この条において同じ）の社債の総額を当該種類の各社債の金額の最低額で除して得た数が 50 を下回る場合とする」である。

ところで、当初は、その数が 50 未満であったが、銘柄統合⁵³⁾により、同一種類⁵⁴⁾の社債に係る当該数が増加して 50 以上となる場合は、社債管理者の設置義務が課せられる。このように、社債管理者設置義務が生じた場合には、会社は、社債権者集会を開催し、社債管理者を選任しなければならないこととなる。

3.1.2 社債管理者の資格

会社法 703 条（社債管理者の資格）は、「1 号銀行、2 号信託会社、3 号で前 2 号に掲げるもののほか、これに準ずるものとして法務省令で定める者」である。

法務省令 170 条（社債管理者の資格）は、具体的な資格機関として、①担保付社債信託法 5 条 1 項の免許を受けた者、②長期信用銀行法 2 条に規定する長期信用銀行、③農林中央金庫、④商工組合中央金庫、⑤農業協同組合および農業協同組合連合会、⑥信用協同組合および中小企業等協同組合法 9 条の 9 第 1 項 1 号の事業を行う協同組合連合会、⑦信用金庫および信用金庫連合会、⑧労働金庫連合会、そして⑨保険会社を規定している。

3.1.3 社債管理者の辞任

旧商法 312 条で、社債管理会社の辞任は、①社債発行会社および社債権者集会の同意を得た場合、または、②やむを得ない事由があり、裁判所の許可を得た場合に認められていた。

会社法 711 条では、社債管理者は、①、②の場合に加え、③会社法 702 条の社債管理委託契約に定めた事由が生じたときも辞任が認められているが、当該契約に事務を継承する社債管理者に関する定めがないときは、認められない（同法 711 条②）。

3.2 社債管理者の権限と責任の強化

3.2.1 社債管理者の権限

社債管理者の権限規定は、会社法 705 条（社債管理者の権限等）に加え、以下のとおりである。

会社法 705 条（社債管理者の権限等）

- 「①社債管理者は、社債権者のために社債に係る債権の弁済を受け、又は社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限を有する。
- ②社債管理者が前項の弁済を受けた場合には、社債権者は、その社債管理者に対して、社債の償還額及び利息の支払を請求することができる。この場合において、社債券を発行する旨の定めがあるときは、社債権者は、社債券と引換えに当該償還額の支払を、利札と引換えに当該利息の支払を請求しなければならない。
- ③前項前段の規定による請求権は、10 年間行使しないときは、時効によって消滅する。
- ④社債管理者は、その管理の委託を受けた社債につき第 1 項の行為をするために必要あるときは、裁判所の許可を得て、社債発行会社の業務及び財産の状況を調査することができる。」

つまり、会社法 705 条の社債管理者の権限等の規定は、旧商法で規定していた内容を引き継いでいる（旧商法 309 条、309 条の 3、316 条①）。

さらに、社債権者集会の決議等による社債管理者の権限付与規定は、会社法 706 条である。

会社法 706 条

「①社債管理者は、社債権者集会の決議によらなければ、次に掲げる行為をしてはならない。ただし、第 2 号に掲げる行為については、第 676 条（募集社債に関する事項の決定）第 8 号（「社債管理者が社債権者集会の決議によらず第 706 条第 1 項第 2 号に掲げる行為をすることができることとするときは、その旨」）に掲げる事項についての定めがあるときはこの限りではない。

一 当該社債の全部についてするその支払いの猶予、その債務の不履行によって生じた責任の免除又は和解（次号に掲げる行為を除く、）

二 当該社債の全部についてする訴訟行為又は破産手続、再生手続、更生手続若しくは特別清算に関する手続に属する行為（前条第 1 項の行為を除く、）

② 略

③ 略

④社債管理者は、その管理の委託を受けた社債につき第 1 項各号に掲げる行為をするために必要あるときは、裁判所の許可を得て、社債発行会社の業務及び財産の状況を調査することができる。」

つまり、社債管理者は、社債権者集会の決議なしには、当該社債の全部についてするその支払いの猶予、その債務不履行により生じた責任の免除又は和解はできないが（同条 1 項 1 号）、同条 1 項 2 号の行為については、募集事項として決定しておけば、社債権者集会の決議を必要としないと規定したのである。この規定は、社債のデフォルト時などに迅

速に社債管理者が訴訟手続き等を行うことができるようにするための、社債権者保護のための新たな規定である⁵⁵⁾。

3.2.2 社債管理者の約定権限と義務

会社は、社債を発行する場合には、原則として、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（会社法 702 条）。その際、社債管理者の義務として会社法 704 条（社債管理者の義務）は、「第 1 項で、社債管理者は、社債権者のために、公平かつ誠実に社債の管理を行わなければならない。第 2 項で、社債管理者は、社債権者に対し、善良な管理者の注意をもって社債の管理を行わなければならない」と規定している。

旧商法では、社債管理会社が公平忠実義務および善管注意義務を負う「社債の管理」（旧商法 297 条の 3）とは、社債管理会社に法律上付与された権限の行使をいい、社債発行会社と社債管理会社との間で締結される社債管理委託契約等に基づく、いわゆる約定権限の行使は、これに含まれないと一般に解されている⁵⁶⁾。

「しかしながら、約定権限には、社債発行会社が財務上の特約条項に違反した場合に期限の利益の喪失を宣言する権限等の重要な権限が含まれることが多く、それにもかかわらず、社債管理者が約定権限を行使するにつき公平誠実義務・善管注意義務が課せられないのでは、社債権者の保護として十分ではない。また、会社と社債管理者との間には委任契約が成立しており、その契約において、法律に規定する権限以外の権限を定めることを禁止する理由はない」⁵⁷⁾と考えられたのである。

そこで、会社法では、「社債の管理」には、約定権限の行使が含まれることを前提として規定を整理しており（会社法 704 条、740 条②但し書き）、約定権限に係る定めが社債権者に不足の損害を与えることのないよう、以下のような具体的な規定を設けている。

その 1 つは、会社法 676 条（募集社債に関する事項の決定）1 項 12 号「前各号に掲げるもののほか、法務省令で定める事項」である。その事項を、法務省令で見ると、法務省令 162 条（募集事項）1 項 4 号「法 702 条の規定による委託に係る契約において法に規定する社債管理者の権限以外の権限を定めるときは、その権限の内容」である。

その 2 つは、会社法 677 条（募集社債の申込み）1 項で「会社は、前条の募集に応じて募集社債の引受けの申し込みをしようとするものに対し、次に掲げる事項を通知しなければならない」とし、その 2 号で「当該募集に係る前条各号に掲げる事項」を規定し、その第 1 項各号の事項を社債申込者に通知しなければならないことになっている。

その 3 つは、その 1 の事項を、社債原簿にも記載すべきこととしている（会社法 681 条）。

以上のように、会社法では、新たに社債権者を保護のために、社債募集時に発行会社が、社債管理者との間で、法律外の特定期間について契約を結び、その事項の行使については、社債権者集会の決議を経ないで、公平かつ誠実義務と善管注意義務をもって、迅速に行使できるようにしたのである。

3.2.3 社債管理者の責任

社債管理者の責任は、旧商法 311 条の 2 第 1 項で、「社債管理会社が本法又は社債権者集会の決議に違反する行為をなしこれによりて社債権者に損害を生じたときはその社債管理会社は社債権者に対し連帯してその賠償の責任に任ず」を規定し、第 2 項「社債管理会社が自己の債権に付き社債を発行したる会社より担保の供与又は債務の消滅に関する行為を受けたる場合においてその後 3 月内にその社債を発行したる会社が社債の償還若しくはその利息の支払いを怠り又はその社債を発行した会社につき支払い停止ありたるときはその社債管理会社は社債権者に対し損害賠償の責に任ず但し社債管理会社が誠実になすべき社債に管理を怠らざりしこと又は自己の債権に付き担保の提供若しくは債務の消滅に関する行為を受けずとも社債権者に損害が生ずべかりしことを証明したるときはこの限りにあらず」である。つまり、第 2 項では、社債発行会社が、社債の償還・利息の支払いの遅延、または社債の発行会社について支払いの停止の前 3 ヶ月以内に、社債管理会社が、社債発行会社から担保の提供または債務の消滅に関する行為を受けた場合には、社債管理会社の債権の弁済の受領等につき誠実義務違反がなかったことについての立証責任を課している。

会社法は、旧商法規定を基礎に、最近の社債のデフォルト増加に鑑み、社債管理者と社債権者との利益相反について、つぎに述べるように社債管理者の責任を一層強化している⁵⁸⁾。

①会社法 710 条第 2 項で、社債発行会社が社債の償還若しくは利息の支払いを怠り、若しくは支払いの停止があった後またはその前 3 ヶ月以内について、なされた社債管理者による債権の弁済の受領等についても、当該規定の対象にしている。この改正理由は、支払い停止後におこなわれた債務の消滅に関する行為のほうが支払いの停止前におこなわれたものよりも任務懈怠の程度が顕著であるにもかかわらず、旧商法ではその点について立証責任の転換がされていないという不都合を解消することとしたとしている。

②会社法 710 条第 2 項 2 号で、「当該社債管理者と法務省令で定める特別の関係があるものに対して当該社債管理者の債権を譲り渡すこと（当該特別の関係がある者が当該債権に係る債務について社債発行会社から担保の供与又は債務の消滅に関する行為を受けた場合に限る）」の場合についても、社債管理者の立証責任の対象としている。

ここでの法務省令 171 条（特別の関係）とはつぎのとおりである。

「①法第 710 条第 2 項第 2 号（法第 712 条において準用する場合を含む）に規定する法務省令で定める特別の関係は、次に掲げる関係とする。

- 一 法人の総社員又は総株主の議決権の 100 分の 50 を超える議決権を有する者（以下の条において「支配社員」という）と当該法人（以下この条において「被支配法人」という）との関係
- 二 被支配法人とその支配社員の他の被支配法人との関係

②支配社員とその被支配法人が合わせて他の法人の総社員又は総株主の議決権の 100 分の 50 を超える議決権を有する場合には、当該他の法人も、当該支配社員の被支配

法人とみなして前項の規定を適用する」

つまり、ここでの社債管理者との特別な関係とは、直接または間接に、当該社債管理者と譲受人との形式的な基準である議決権の 50% 超所有の親子会社関係、兄弟会社関係を指している。この形式的基準について、「会社法における親子会社のように実質概念を用いることをしなかったのは、この規律の趣旨が立証責任が転換される基準を設定するためのものであり、仮に、その基準自体に実質概念を用いることとすると、そもそもその基準に該当するかどうかの立証責任を社債権者が行わなければならないという結果となり、社債権者の立証の負担を軽減しようとする本来の趣旨が失われる恐れが」⁵⁹⁾ あるからである。この特別な関係者には、当該社債管理者の当該社債発行会社に対する債権を譲り渡す場合にも、立証責任を課している。

③会社法 710 条第 2 項 3 号、4 号において、社債管理者が、社債発行会社との間に、法定期間内に相殺適状の状態を作出して相殺を行うことについても、立証責任の転換の対象としている。その具体的規定は、以下のとおりである。

会社法 710 条（社債管理者の責任）第 2 項

「一 略

二 略

三 当該社債管理者が社債発行会社に対する債権を有する場合において、契約によって負担する債務を専ら当該債権をもってする相殺に供する目的で社債発行会社の財産の処分を内容とする契約を社債発行会社との間で締結し、又は社債発行会社に対して債務を負担する者の債務を引き受けることを内容とする契約を締結し、かつ、これにより社債発行会社に対し負担した債務と当該債権とを相殺すること

四 当該社債管理者が社債発行会社に対して債務を負担する場合において、社債発行会社に対する債権を譲り受け、かつ、当該債務と当該債権とを相殺すること」

すなわち、この規定は、弁済以外の法形式を利用して、実質的に会社法 710 条 2 項の責任を免れることを防止するためである⁶⁰⁾。

なお、当該社債管理者のこの立証責任について、会社法 712 条は「第 710 条第 2 項の規定は、社債発行会社が社債の償還若しくは利息の支払いを怠り、若しくは社債発行会社について支払いの停止があった後又はその前 3 ヶ月以内に前条第 2 項の規定により辞任した社債管理者について準用する」である。つまり、社債管理委託契約に定めた事由が生じたことにより辞任した社債管理者（会社法 711 条②参照）についても、この立証責任を追求できることとしているのである。

3.2.4 社債管理者の債権者保護手続における異議権

旧商法では、資本の減少等に係る債権者保護手続において、社債権者が異議を述べるためには、社債権者集会の決議を要するものとされている（旧商法 376 条③等）。異議の期間も裁判所の決定によって伸長も可能となっていた。

旧商法 376 条（債権者の異議）の条文を示すと次のとおりである。

「①会社は前条第 1 項の決議の日より 2 週間内にその債権者に対し資本の減少に異議あ

らば一定の期間内にこれを述ぶべき旨――官報をもって公告し且つ知れたる債権者には格別の催告することを要す但し――日刊新聞又は電子公告によりなすときはその催告はこれをなすことを要せず

② 略

③社債権者が異議を述ぶるには社債権者集会の決議によることを要すこの場合においては裁判所は利害関係人の請求により社債権者のために異議の期間を伸長することを得」

旧商法においては、このように社債権者が異議を申し述べるには、社債権者集会の決議、裁判所への異議期間伸長の決定手続きを経ることが必要となり、かなりの煩雑さのため、社債権者が異議を述べるのが事実上困難となり、社債権者の利益が害される恐れがあった。

そこで、会社法は、社債発行会社が債権者保護手続きをとる場合において、社債管理者がいるときは、当該社債発行会社は社債管理者に対しても催告を行うべきこととし（会社法 740 条③）、社債管理委託契約に別段の定めがある場合を除き社債権者のために異議を述べるができることとして、社債権者の利益を確保している（会社法 740 条②）。

以下、会社法 740 条（債権者の異議手続の特則）を見ることにする。

「①第 449 条、第 627 条、――の規定により社債権者が異議を述べるには、社債権者集会の決議によらなければならない。この場合においては、裁判所は、利害関係人の申し立てにより、社債権者のために異議を述べることできる期間を伸長することができる。

②前項の規定にかかわらず、社債管理者は、社債権者のために、異議を述べることができる。ただし、第 702 条の規定による委託に係る契約に別段の定めがある場合は、この限りではない。

③社債発行会社における第 449 条第 2 項、第 627 条第 2 項――及び第 799 条第 2 項中「知っている債権者」とあるのは「知っている債権者（社債管理者がある場合にあっては、当該社債管理者を含む.）」と、第 789 条第 2 項及び第 810 条第 2 項中「知っている債権者（同項の規定により異議を述べるものに限る.）」とあるのは「知っている債権者（同項の規定により異議を述べることができるものに限り、社債管理者がある場合にあっては当該社債管理者も含む.）」とする」

以上のように、社債発行会社は、社債管理者を設置している場合には、たとえば、資本金等の額の減少の内容（会社法 449 条②）等について社債管理者に催告しなければならない、さらに、社債管理委託契約に特別の定めがある場合を除き、社債管理者が、社債権者のために社債発行会社に対して異議申し立てができるようになったのである。これらの規定は、特に吸収分割会社の発行する無記名社債が吸収分割承継会社に承継される場合において、当該社債権者の保護に資するものである。無記名社債の社債権者は、「債権者」として吸収分割につき異議を述べるができる（会社法 789 条①）が、「知っている債権者」に該当しないため、無記名社債権者には個別催告がされず（会社法 789 条②）、その結果、社債管理者が設置されていない場合には、会社法 759 条第 2 項の適用の余地がなく、吸

吸収分割会社は、無記名社債権者に対して連帯して責任を負わない。他方、社債管理者が設置されている場合には、社債管理者に個別催告をしなければならないこととなる（会社法 740 条③）ため、吸収分割会社が社債管理者に催告しなければ、会社法 759 条 2 項が適用され、吸収分割会社は、無記名社債権者に対しても連帯責任を負うことになる⁶¹⁾。

3.3 社債権者集会の規定の合理化

3.3.1 決議事項

社債権者は、社債の種類ごとに社債権者集会を組織する（会社法 715 条）。つまり、社債権者は、種類別に社債権者集会を行うことになる。

そこでの決議事項は、旧商法第 319 条で、「社債権者集会は本法に規定ある場合を除くの外裁判所の許可を得て社債権者の利害に重大なる関係を有する事項につき決議をなすことを得」であったが、会社法 716 条では、「社債権者集会は、この法律に規定する事項及び社債権者の利害に関する事項について決議することができる」で、裁判所の事前許可に係る規定を廃止した。この廃止の理由は、「社債権者集会が社債の権利の均質性を保つための制度であることから、社債権者の利害に関する事項を広くその決議の対象とすることが望ましく、また、その決議が有効となるためには、事後に裁判所の許可が必要とされているため、あえて二重に裁判所の承認を得ることとしておく必要に乏しいと考えられたことによる」⁶²⁾である。

3.3.2 議決権の数

旧商法 321 条第 1 項で「各社債権者は社債の最低額毎に 1 個の議決権を有す」である。この規定は、「社債について一部償還されることを予定しておらず、その結果、文理上、一部償還された場合においても、償還債務の残高にかかわらず、すべて額面を基準に議決権が付与されることとなる点において不備があった」⁶³⁾のである。そこで、会社法 723 条では、社債が個別に償還される場合があることを前提として、つぎのように規定した。

会社法 723 条「①社債権者は、社債権者集会において、その有する当該種類の社債の金額の合計額（償還済みの社債を除く。）に応じて、議決権を有する。②前項の規定にかかわらず、社債発行会社は、その有する自己の社債については、議決権を有しない」である。このことにより、旧商法 299 条（各社債の金額）「同一種類の社債に在りては各社債の金額は均一なるか又は最低額を以て整除し得べきものなることを要す」は、その意味を失い、廃止された。

3.3.3 無記名社債権者の権利行使

旧商法では、無記名社債権者が社債権者集会で権利行使するには、第 320 条第 6 項で、「無記名式の債券を有するものはその債券を供託するにあらざれば前 3 項（社債権者集会の招集請求権）の権利を行使することを得ず」、さらに、議決権の行使には、第 321 条第 2 項「無記名式の債券を有するものは会日より 1 週間前に債券を供託するにあらざればその議決権を行使することを得ず」で、「特に証券会社が保護預かりをしている無記名社債

券については、その供託手続が煩雑であり、また、供託所まで社債券を運搬するコストがかかること等を理由として、何らかの合理化が図られるべきとの指摘がなされて」⁶⁴⁾ いたのである。

そこで、会社法 718 条 4 項で、「第 1 項の規定による請求又は前項（裁判所の許可）の規定による招集をしようとする無記名社債の社債権者は、その社債券を社債発行会社又は社債管理者に提示しなければならない」である。これにより、大量の無記名社債券を証券会社が保護預かりしているような場合には、社債発行者または、社債管理者が証券会社の金庫で提示を受ける等の実務対応ができることとなったのである⁶⁵⁾。

3.3.4 社債権者集会での普通決議、特別決議の成立要件

会社法 724 条（社債権者集会の決議）は、つぎのように規定している。

「①社債権者集会において決議する事項を可決するには、出席した議決権者の（議決権を行使することができる社債権者をいう。以下この章において同じ。）の議決権の総額の 2 分の 1 を超える議決権を有する者の同意がなければならない。

②前項の規定にかかわらず、社債権者集会において次に掲げる事項を可決するには、議決権者の議決権の総額の 5 分の 1 以上で、かつ、出席した議決権者の議決権の総額の 3 分の 2 以上の議決権を有するものの同意がなければならない。

一 第 706 条第 1 項（社債管理者は、社債権者集会の決議によらなければ、次に掲げる行為をしてはならない。ただし、第 2 号に掲げる行為については、第 676 条第 8 号に掲げる事項についての定めがあるときは、このかぎりでない。）各号（1 号当該社債の全部についてするその支払いの猶予、その債務の不履行によって生じた責任の免除又は和解（次号に掲げる行為を除く）、2 号当該社債の全部についてする訴訟行為又は破産手続、再生手続、更生手続若しくは特別清算に関する手続に属する行為（前条第 1 項の行為を除く））に掲げる行為に関する事項

二 第 706 条第 1 項（社債管理者がいない場合における支払いの猶予等）、736 条第 1 項（代表社債権者の選任）、737 条第 1 項但し書き（決議執行者の決定）及び 738 条（代表者債権者の解任等）

③社債権者集会は、第 719 条第 2 号（社債権者集会の目的である事項）に掲げる事項以外の事項については、決することはできない。」

つまり、会社法 724 条第 1 項規定が、社債権者集会の普通決議（出席議決権者の 2 分の 1 以上議決権者の同意）であり、第 2 項が特別決議（議決権者の議決権総額の 5 分の 1 以上の出席で、3 分の 2 以上の議決権者の同意）である。

この特別決議は、旧商法 324 条（決議の方法）で、総社債権者の議決権の 3 分の 1 以上の社債権者出席し、その議決権の 3 分の 2 以上の同意を必要としていたが、会社法は、定足数を廃止し、決議権者の議決権総額の 5 分の 1 以上が出席し、その 3 分の 2 以上の同意を決議要件とする緩和を図ったのである。この緩和改正の理由は、「社債がデフォルトに陥った場合、多くの社債権者が価値を大きく減じた社債について議決権を行使する興味を失い、社債権者集会の定足数を満たすことが困難となることも考慮し、定足数要件を

廃止することにより、社債権者集会の決議の成立可能性を高めるとともに、他方において、あまりに少数の議決権の同意により社債権者全体が大きな影響を受けうる決議が成立してしまうことのないようにするため、出席社債権者の議決権の総額との関係での一定割合の同意に加え、総社債権者の議決権の総額との関係での一定割合の同意をも要求する」⁶⁶⁾ こととしているのである。

3.4 社債管理会社の設置の状況とその期待

－ 1999 年の生命保険協会のアンケートを中心に－

3.4.1 社債管理会社の設置の状況

生命保険協会は、1999 年 11 月 1 日から 11 月 19 日の期間に、機関投資家 411 社（回答者数 266 社、64.7%）、社債発行企業 431 社（同前 245 社、56.8%）、証券会社 23 社（同前 23 社、100%）に対して、社債に関係する事項について広範にアンケートしたものである。その結果を、『社債市場の現状と課題について－社債市場の健全な発展と活性化に向けて－』にまとめ、公表した⁶⁷⁾。

それによると、1999 年の社債管理会社の設置状況は、前年の 110 件（14.4%）から 125 件（32.1%）（除く、東京交通債・ABS）へと上昇している。この上昇の背景は、イ、社債管理会社の設置が義務付けられているリテール債（個人向け）の増加（33 件から 57 件）、ロ、年間の社債発行量が半減する中で BBB 格社債が増加したこと（27 件から 83 件）を指摘している。

別の統計によれば⁶⁸⁾、1988 年度で総社債発行額 9 兆 6,664 億円、うち社債管理会社設置債 2 兆 2,310 億円（総発行額の 23.1%）、FA 債（財務代理人設置）7 兆 4,354 億円（同 76.9%）、である。1999 年度でその総発行額 6 兆 5,585 億円（前年度比 32.2% 減）、うち社債管理会社設置債 2 兆 140 億円（同 30.7%）、FA 債 3 兆 6,545 億円（同 55.7%）、その他（銀行債のうち社債管理会社、財務代理人とも設置していないもの）8,900 億円（同 13.6%）で、前年度比で、社債管理会社設置債が 7.7 ポイント増加しているが、過半の社債発行が FA 債である。2000 年度でその総発行額は 6 兆 8,007 億円（前年度比 3.7% 増）、うち社債管理会社設置債 2 兆円（同 29.4%）、FA 債 2 兆 8,107 億円（同 41.3%）、その他 1 兆 9,900 億円（29.3%）で、若干社債発行が増加したが、社債管理会社設置債の前年比を減少させている。

つまり、この期間の社債発行は、FA（Fiscal Agent）⁶⁹⁾ 債が中心で、社債管理会社設置債は、2～3 割にとどまっている。発行体が、FA 債を選択する主な理由は、社債管理会社への委託管理手数料を節約するためであると考えられる。

ソフトバンクが、1995 年 9 月に、FA 債として第 2 回国内無担保普通社債 500 億円（満期 12 年、BBB+；JCR、主幹事；野村證券）を最初に発行した。このとき社債管理会社を設置した場合の費用試算は、手数料年 4.5 銭／万と仮定（500 億円×4.5 銭×12 年＝2 億 7,000 万円）、期中手数料年 60 万円と仮定、（60 万円×12 年＝720 万円）で、総費用合計 2 億 7,720 万円かかることになる。これに対して、財務代理人手数料を試算すると、当初 100 万円＋（年当たり 100 万円×12 年）＝1,300 万円となる⁷⁰⁾。FA 債の発行費用が、

格段に安いことが理解できる。

ところで、こうした FA 債中心の社債発行について、生命保険協会は、つぎのような提言をしている。「FA 債がデフォルトした場合には社債権者全体の代理人となるべき社債管理会社が存在しないため、迅速な債券保全措置が講じられないばかりでなく、一部の社債権者が全体の利益に合致しない行動をとるリスクがある。そのリスクはプライシングによっても調整し得ないものであるため、当協会は、社債権者間の公平を確保するためには社債管理会社の設置が必要であるとの認識から、i 社債管理会社設置債から FA 債への安易なシフトの警鐘、ii 社債管理会社設置促進に向けた商法の強行法規性の緩和、エージェンシーコストの軽減、iii FA 条件の厳格化等の提言」⁷¹⁾を行なっている。

3.4.2 社債管理会社不設置債（FA 債）に関するアンケート

－社債発行企業、証券会社、機関投資家－

FA 債について、社債契約内容に直接に関わる社債発行企業、証券会社、機関投資家へのアンケートを見るとつぎのようである。

直近発行した社債に社債管理会社を設置していないと回答した社債発行企業（140 社）は、「実質的に社債管理会社設置債と FA 債には差異はないため低コストの FA 債を選択する」が 89 社（64%）で一番多く、以下、「市場で FA 債が主流となっているため」17 社（12%），「高格付けを得ており社債管理会社は不要」12 社（9%），「投資家の自己責任の流れから社債管理会社は不要」9 社（6%），「その他」7 社（5%），無回答 6 社（4%）である。つまり、社債発行企業の過半は、資金調達手段としての社債管理会社設置債と FA 債に差異が認められないため、低コスト発行である FA 債を選択している。

証券会社（23 社）は、「社債管理会社は必要であると考えるが現在の市場慣行では不設置でもやむを得ない」が 11 社（48%）で一番多く、以下、「その他」5 社（22%），「投資家の自己責任の流れから社債管理会社は不要」3 社（13%），「FA 債でも設置債と差異がないため問題がない」2 社（9%），「投資家保護の観点から社債管理会社が必要」2 社（9%）である。つまり、証券会社は、投資家保護の観点から社債管理会社の設置の必要が 9% で、その設置を認めつつも、現在の社債発行市場の慣行上やむを得ないが、48% を占めている。反対に、投資家の自己責任の流れから社債管理会社不要、差異がないため問題いないの合計が、5 社（22%）の少数にとどまっている。

機関投資家（266 社）は、「社債管理会社は必要であると考えるが現在の市場慣行では不設置でもやむを得ない」が 106 社（40%）で、一番多く、以下、「投資家保護の観点から社債管理会社が必要」59 社（22%），「FA 債でも設置債と差異がないため問題がない」44 社（17%），「投資家の自己責任の流れから社債管理会社は不要」41 社（15%），「その他」7 社（3%），無回答 9 社（3%）である。つまり、機関投資家の 6 割が、投資家保護の観点から社債管理会社設置の必要性を認めている。

以上のように、社債発行企業の 94% は、FA 債と社債管理会社設置債との差異がなく、低コスト発行である FA 債を選択、市場は FA 債が主流であること、高格付けを取得していること、投資家の自己責任原則が確立していることにより、社債管理会社不設置債の発

行を選択している。これに対して、機関投資家の過半が、社債権者保護のための社債管理会社の設置の有用性を認めるものとなっており、社債発行会社とは立場の違いにより対照的な回答になっている。

3.4.3 社債管理会社に期待される機能に関するアンケートー機関投資家、証券会社ー

生命保険協会では、1998年の提言で、社債管理会社機能を i モニタリング機能、ii 債権保全機能、iii デフォルト後の債権回収機能に分けて捉えている。現状では、投資家の自己責任原則のもと、社債デフォルトを容認する事後処理的市場運営に方向転換が図られ、社債管理会社がモニタリング機能・債権保全機能の責任を果たしきれないリスクを指摘している。

こうした認識の基での社債管理会社に期待する機能に関する機関投資家、証券会社に対するアンケート結果は、つぎのようである。

機関投資家では、「機動的な債権保全機能」88社（53%）で一番多く、ついで、「デフォルト後の債権回収」45社（27%）、「モニタリング機能」31社（19%）、「その他」、「無回答」各1社（1%）である。証券会社では、「機動的な債権保全機能」7社（54%）で最大、ついで、「デフォルト後の債権回収」4社（31%）、「モニタリング機能」2社（5%）、「その他」0社である。つまり、機関投資家、証券会社とも、社債管理会社の機能として「機動的な債権保全機能」を過半が期待しており、「デフォルト後の債権回収」についても約30%が期待している。「モニタリング機能」への期待は、機関投資家19%、証券会社5%で、自己責任原則を背景に低位にとどまっている。

生命保険協会は、過半の機関投資家、証券会社が、「機動的な債権保全機能」に期待を寄せている背景を、1996年以降の適債基準の撤廃以前に発行された債券の存在があることを指摘し、これらの債券には、社債管理会社による積極的な保護が予定されており、機関投資家の期待も当然であるとしている。しかし、「1996年以降に発行された債券に限って言えば、こうした期待を持続けることはリスクが伴うことになろう。なぜなら、商法により社債管理会社にモニタリング機能（責任）が課せられても、センサー機能・保全機能を有する財務特約自体が付されていないければ、モニタリング機能の実効性は非常に乏しいといわざるを得ないからである。今後、適債基準の撤廃以前に発行された債券が償還を迎えるにつれ、機関投資家のこのような期待は変化していくこととなろう」⁷²⁾としている（財務特約の状況については、2.2.2.財務制限条項を参照されたい）。そして、今後は、「デフォルト後の債権回収」機能にシフトしていくことを予想している⁷³⁾。

生命保険協会は、以上のことを踏まえ、証券会社と社債発行企業に社債管理会社の設置の要望を出している。

証券会社に対して、FA（財務代理人）は、社債発行に関する事務取扱を委託されているにすぎず、社債権者間の利害調整を行う責務は負っていないため、FA債のデフォルト時に、特定の社債権者が恣意的な保全行動をとった場合、社債権者間の公平性が確保できなくなり、最低限必要となる利害調整が図られなくなるリスクが存在する。一般にリスクはプライシング（価格）により調整が図られるものであるが、最低限必要となる投資家間

の公平性の確保についてはプライシングで調整を図ることは困難であり、商法が社債管理会社の原則設置を定めている旨趣はこの利害調整機能の確保にあると解するのが妥当であるとの理由から、証券会社は、社債発行企業に対して、社債管理会社の必要性を一層アピールしてもらいたいとの要望をしている。社債発行企業には、FA 債のデフォルトには、社債権者間の利害調整が図られないリスクが存在しており、また、一部の投資家による恣意的な保全行動は、テクニカルデフォルトを引き起こす可能性も秘めており社債発行会社とってリスクとなっていることを指摘し、この点について認識を新たにし、社債管理会社の設置を真剣に検討してもらいたいとの要望を出している⁷⁴⁾。

こうした、要望等にもかかわらず、社債発行会社は、前述のソフトバンクの社債管理会社債と FA 債の発行コスト試算の比較で見たように、資本市場において、格付取得等で十分 FA 債を受け入れる状況がある限り、資金調達コスト節約の観点から、FA 債の発行を選択することが考えられる。さらに、エージェンシーコスト軽減からも、FA 債が選択される理由があると考えられる。しかし、2001 年 9 月に国内初の個人向け FA 債のデフォルト発生が見られる状況で⁷⁵⁾、会社法における社債権者保護のための社債管理者権限と責任の強化が図られていることから、社債管理者制度の一層の利用が望まれる。

3.5 小 括

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おそ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。

社債管理者の権限は、会社法 705 条以下で規定され、その権限内容が強化された。

会社法 705 条第 1 項は、「社債管理者は、社債権者のために社債に係る債権の弁済を受け、又は社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限を有する。」である。

社債管理者の権限の強化は、会社法 706 条第 1 項但し書きである。会社法 706 条第 1 項は、「社債管理者は、社債権者集会の決議によらなければ、次に掲げる行為をしてはならない。ただし、第 2 号に掲げる行為については、第 676 条（募集社債に関する事項の決定）第 8 号（「社債管理者が社債権者集会の決議によらず第 706 条第 1 項第 2 号に掲げる行為をすることができることとするときは、その旨」）に掲げる事項についての定めがあるときはこの限りではない。

一 当該社債の全部についてするその支払いの猶予、その債務の不履行によって生じた責任の免除又は和解（次号に掲げる行為を除く、）

二 当該社債の全部についてする訴訟行為又は破産手続、再生手続、更正手続若しくは特

別清算に関する手続に属する行為（前条第一項の行為を除く。）」つまり、同条第1項2号の行為については、募集事項として決定しておけば、社債権者集会の決議を要しないと、社債デフォルト時などに迅速に社債管理者が訴訟手続き等を行なうことができるようにした新たな社債権者保護規定の強化である。

新会社法は、社債管理者の公平忠実義務及び善管注意義務が、約定権限にも及ぶものと規定（会社法704条、740条②但し書き）した。約定権限に係る定めが社債権者に不足の損害を与えないよう規定したのである。たとえば、会社法676条第1項12号での「法702条の規定による委託に係る契約において法に規定する社債管理者の権限以外の権限を定めるときは、その権限の内容」（法務省令162条①4号）であり、その内容を定めた事項について、社債申込者に通知することを要し（会社法667条①2号）、この事項を、社債原簿にも記載しなければならない（会社法681条）である。

以上のように、会社法では、新たに社債権者を保護するために、社債募集時に発行会社が、社債管理者との間で、法律外の特事項について契約を結び、その事項の行使については、社債権者集会の決議を経ないで、公平かつ誠実義務と善管注意義務をもって、迅速に行使できるようにしたのである。

つぎに、社債管理者の責任も、強化された。会社法710条第2項1号で、社債発行会社が社債の償還若しくは利息の支払いを怠り、若しくは支払いの停止があった後またはその前3ヵ月以内について、社債管理者が、社債発行会社から担保の提供または債務の削減に関する行為を受けた場合には、社債管理者の債権の弁済の受領等について、誠実義務違反がなかったことの立証義務を課している。旧商法では、この立証責任を、支払いの停止前3ヵ月以内のみであったのを、支払い停止後3ヵ月以内も当該規定の対象に加え社債管理者責任を強化した。同条第2項2号で、当該社債管理者と特別の関係（親子、兄弟関係会社）にある会社においての、社債発行会社からの担保提供、債務削減の行為を受けた場合、社債管理者に誠実義務違反のなかったことの立証責任をも課している。さらに、同条2項3、4号で、社債管理者が、社債発行会社との間に、法定期間内に相殺適状の状態を作出して相殺を行うことについても、立証責任の転換の対象としている。社債管理委託契約に定めた事由が生じたことにより辞任した社債管理者（会社法711条②）についても、この立証責任を追求できることとしている。

以上のように、新会社法において社債権者保護のために社債管理者の権限と責任の強化が図られたのである。

最後に、日本生命保険協会の社債管理者設置債とFA債に関しての社債発行会社、証券会社、そして、機関投資家に対しての1999年11月のアンケート結果を参考にして、社債管理者設置債についての利用実態と生命保険協会の提言を論述した。

1998年～2000年の社債発行は、過半が社債管理会社不設置債（FA債）であった。この発行の主な理由は、FA債の発行コストが、社債管理者設置債コストを大幅に下まっており、発行コストの節約からFA債が選択されたのである。このことは、社債発行会社に対しての社債管理会社不設置債のアンケート結果から、も明らかである（両社債には「差異はないため低コストのFA債を選択」64%）。証券会社も、「必要だが現在の慣行ではや

むをえない」48%と、「差異はないため問題はない」9%で、過半がFA債の発行を容認している。これに対して、機関投資家は、「必要だが現在の慣行ではやむをえない」40%、「投資家保護の観点から必要」22%で、社債管理者設置の必要性を認めている。

社債管理者に期待される機能についてのアンケート結果では、機関投資家、証券会社ともに、「機動的な債権保全手続き」が過半を占めていた。以下、「デフォルト後の債権回収」前者27%、後者31%で、「モニタリング機能」前者19%、後者5%である。つまり、生命保険協会は、社債管理者機能として、この時期の社債には機動的な債券保全手続きの期待が大きい。1996年以降の適債基準の撤廃、財務制限条項の自由化にともない、この時期以降の社債発行には、センサー機能、モニタリング機能のための財務制限条項の付与が減少してきていることから、今後は、デフォルト後の債権回収機能にシフトしてゆくであろうこと、社債権者保護の観点から社債管理会社の設置が重要であることを再認識し、証券会社、機関投資家に対してその設置を求めてゆくよう一層促している。

4. おわりに

本小論は、社債権者保護のための格付会社の格付制度と社債管理者制度（旧商法では社債管理会社制度）を考察したもので、2編から成っている。

第1編は、社債権者保護の視点から債券の信用リスク情報としての格付会社の格付について、その意味、内容、格付決定の考慮諸要素、その利用通史とその定着過程、そして、われわれのアンケート結果による格付の現状と課題を分析考察した。

第2編は、2006年5月施行の新会社法における社債権者保護のための社債管理者制度について、旧商法の社債管理会社規定との比較を通じて、社債管理者の権限と責任が強化された内容、社債管理者制度の利用実態を考察した。

第1編での主な主張点は、以下のとおりである。

格付会社の格付は、個別債券に関する信用リスク情報であり、格付会社によるその個別債券の信用リスクについての「一つの意見」である。格付の内容は、格付記号と当該発行体の経営状況に関するコメントの文章による情報の2種類から成っている。格付会社の格付は、当該発行会社の依頼に基づく「依頼格付」と、格付会社が一方的に格付けをする「勝手格付」とがある。われわれの「勝手格付」についての発行体、機関投資家へのアンケートでは、格付けの根拠を明示すれば、構わないが、過半を占めており、「勝手格付」を容認するものであった。

格付会社は、格付決定を主にどのような側面から分析評価しているかについて、長期債、短期債についての諸考慮要素、財務指標、財務制限条項を中心に論述した。当該社債発行会社の格付会社の格付記号の差異が、信用リスクプレミアムとして当該社債の利子率の高低に現れてくることから、当該起債会社は、格付会社の格付評価決定のための方法、内容について高い関心を持つことは当然で、格上げのための方策のコンサルタントを格付会社から受ける場合もある。

しかし、当該起債会社は、格上げのために会社経営をしているのではなく、格上げは、

資金調達手段として社債発行を選択するとき、考慮すべきもので、むしろ、その会社が重要視すべき点は、長期持続安定的な収益力の確保の経営方針・目標達成のための経営活動であるべきである。われわれも前述してきたように、1998年8月20日にMDYが、トヨタ自動車の債券をAAA格から1ランク格下げした理由が「自動車業界の国際的な競争激化と国内需要の低迷。加えてトヨタが終身雇用維持を掲げている点も競争力を弱める原因」だというものであった。トヨタは、終身雇用制度が、経営の足枷にはなっていないことを公表し、経営方針を貫いたのは周知のことである。起債会社は、こうした格付会社の独自の格付の評価決定に振り回されることなく、独自の経営目標を着実に遂行すべきであると考ええる。

戦後のわが国の格付は、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、「入口基準」と「無担保基準」に2分類し、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。こうして、1990年に、1959年依頼30年間続いた「起債会格付」が廃止された。1992年7月には指定格付機関制度がスタートした。

格付会社の格付の性格は、当該起債会社の社債券の信用リスク情報で、「一つの意見」を公表しているに過ぎないものである。しかし、資本市場において、この情報は、その会社の信用リスク評価と拡大解釈され、貨幣市場への参加者に対しても強く影響を与えることになり、最悪の場合には、金融市場から資金を取り入れることができなくなり、倒産等に追い込まれる事態になることもある。北海道拓殖銀行、三洋証券等の倒産、山一證券の自主廃業は、当該会社の債券の格下げを契機としていることは周知のところである。格付は、信用リスク情報の「一つの意見」に過ぎないが、金融庁により承認された指定格付機関として、当該起債会社より格付料を徴収しての信用リスク情報公表機関として絶大なる力を持つことになったのである。われわれは、格付会社の格付が、信用リスク情報として健全に働くためには、複数の格付会社による独自の格付競争市場と格付会社に対して中立的で公平な機関による格付の監視が必要であると考えている。

われわれの発行体、機関投資家へのアンケートによると、両者とも格付情報の有用性、必要性は認めている。しかし、発行体の多くは、自社の格付水準が低いと認識をしている。格付会社のアナリストの自社理解および、自社の業界理解度について、発行体は相当の不信が明らかとなった。さらに、両者とも、格付は誰の利益を優先しているかについては、約1～3割が格付会社自身であると表明しており、格付会社の格付が、格付ビジネス優先で行われていることへの警告である。つまり、発行体、機関投資家等の格付利用者等が、指定格付会社による独自の格付を、多面的に自由選択できる競争市場をつうじて格付会社を牽制して行かなければならないものと考ええる。

第2編では、新会社法での社債権者保護のための社債管理者の権限と責任が強化され

た、その内容とその制度の実態について考察した。

社債管理者の権限の強化は、会社法 706 条第 1 項但し書きである。同条 1 項 2 号「当該社債の全部についてする訴訟行為又は破産手続、再生手続、更生手続若しくは特別清算に関する手続に属する行為（前条第 1 項の行為を除く）」については、会社法 676 条（募集社債に関する事項の決定）第 1 項 8 号の規定をしておけば、社債権者集会の決議を要しないとした。これは、社債のデフォルト時などに迅速に社債管理者が訴訟手続等を行なうことができるようにした新たな社債権者保護規定である。

さらに、会社法は、社債管理者の公平忠実義務及び善管注意義務が、約定権限にも及ぶものと規定（会社法 704 条、740 条②但し書き）し、約定権限に係る定めが社債権者に不足の損害を与えないよう規定したのである。例えば、会社法 676 条第 1 項 12 号「法 702 条の規定による委託にかかる契約において法に規定する社債管理者の権限以外の権限を定めるときは、その権限の内容」（法務省令 162 条① 4 号）で、その内容を定めた事項について、社債申込者に通知することを要し、社債原簿にも記載しなければならないのである。財務制限条項の内容等の約定が、これに該当する。

社債管理会社の責任強化は、会社法 710 条第 2 項 1 号で、社債発行会社が社債の償還、利息の支払い怠り、利息の支払いの停止があった後またはその前 3 ヶ月以内について、社債管理者が、社債発行会社から担保の提供または、債務の削減の行為を受けた場合、社債管理者の債権の弁済の受領等、誠実義務違反がなかったことの立証義務を課している。旧商法では、この立証義務は、支払い停止前 3 ヶ月以内のみであったのを、支払い停止後 3 ヶ月以内も当該規定に加え、社債管理者責任を強化したのである。さらに、当該社債管理者と特別の関係（親子、兄弟関係会社）にある会社においての、社債発行会社からの担保提供、債務削減の行為を受けた場合、および、社債管理者が、社債発行会社との間に、法定期間内に相殺適状の状態を作出して相殺した場合（同条② 3、4 号）にも、社債管理者に、この立証責任を課している。社債管理委託契約に定めた事由が生じたことにより辞任した社債管理者（会社法 717 条②）についても、この立証責任を追求できる。

社債管理者（旧商法では社債管理会社）の利用実態をみると、1998～2000 年の社債発行では、過半が社債管理会社不設置債（FA 債）であった。社債発行会社が、FA 債を選択した主な理由は、発行コストが社債管理会社設置債に比較して格段に低いことからである。

生命保険協会の 1999 年の社債管理会社についてのアンケートでは、社債発行会社は、「両社債には差異がないため低コストの FA 債を選択」64% で、証券会社は、「必要だが現在の慣行ではやむをえない」48%、「差異がないため問題がない」9% で、両会社とも過半が FA 債の発行を容認している。しかし、機関投資家は、「必要だが現在の慣行ではやむをえない」40%、「投資家保護の観点から必要」22% で、社債管理会社設置の必要性を認めている。

同協会の社債管理会社に期待される機能に関してのアンケート結果では、機関投資家、証券会社ともに、「機動的な債権保全手続き」が過半を占め、その期待が大きいことがわかる。つぎに、「デフォルト後の債権回収」約 3 割、「モニタリング機能」（機関投資家

19%、証券会社 5%) である。生命保険協会は、FA 債はデフォルト後の債権回収について社債権者の意思統一を図る機関がないため利害調整リスクが存在するとし、証券会社、機関投資家に対して、社債管理社債の必要性をアピールしている。

社債発行市場では、前述したように発行体の発行コストの節約から FA 債の発行が主流を占めているが、社債発行会社に、FA 債のデフォルトが見られることから、会社法において社債権者保護のための社債管理者の権限と責任の強化が図られた社債管理者制度を利活用することが期待されるところである。

以上、格付会社の格付は、当該起債会社の債券の信用リスク情報として、社債券投資をしようとする投資家または、社債権者にとって有用な投資情報となっており、社債権者保護に資するものである。社債管理者制度は、社債発行会社が社債管理者を定め社債管理の委託をし、法的、特別の契約、社債権者を保護する制度である。自己責任原則投資が、一般的になってきた今日、債務の証券化である資本調達をする起債会社は、長期的な会社経営の観点から社債権者保護のために格付の取得と社債管理者の原則設置が強く望まれる。

注

- 1) 2006 年 5 月施行の会社法では、社債発行ができる会社を株式会社の他に、合資会社、合名会社、合同会社にも認めることになった（会社法 2 条① 23 号、677 条）。
- 2) アメリカで債券格付けをビジネスとしてやっている **Rating Agency** を、「格付機関」と称しているが、民間の営利ビジネスを目的として経営されていることを考えれば、「格付会社」を充てるのが適当であると考えた（新美一正稿「日本における格付」森脇彬編『現代債権格付論』税務経理協会 2000 年 5 月 1 日 p.60 脚注 2）参照）。
- 3) 格付会社の格付情報は、社債発行会社にとって、自社の社債が高格付けであれば、社債利子コストを低く（信用リスクプレミアム分）抑えることができるし、高格付であれば、投資適格債券として容易に投資家に引き受けてもらえるなどの便益がある。
- 4) John Moody については、MDY “Moody’s Corporate Bond Rating” INTERNATIONAL MANUAL 1999 VOL.2 Mergent FIS INC p.vi を参考にしている。
- 5) MDY “MDY Corporate Bond Ratings” ibid P. vi を参考にした。
- 6) Standard&poor’s “Corporate and International Ratings” Credit Overview 1983 Standard&poor’s Corp. P. iii 参照。S&P は、1966 年に大手出版社 McGraw-Hill 社の子会社となり、いかなる投資銀行企業、銀行、すなわち、いかなる同様な機関からも独立していることを宣言している。S&P は、アメリカにおいて、1923 年から社債権の格付けを開始、1940 年からの地方自治体債格付を、1969 年からコマーシャルペーパー格付をおこなってきている（Standard&Poor’s “CORPORATE BOND, COMMERCIAL PAPER, MUNICIPAL BONDS, INTERNATIONAL SECURITIES” STANDARD & POOR’S RATINGS GUIDE McGraw-Hill, Inc 1979 p.1）。
- 7) Standard&Poor’s Credit Overview P. iii, p.3 参照。

- 8) 岡東務稿「格付の意味と役割」森脇彬編 前掲書 p.64 参照.
- 9) 岡東務稿 前掲稿 同前書 p.64 参考. 平井直樹・富田宏稿「わが国の格付の現状と課題」公社債引受協会編『公社債市場の新展開』東洋経済新報社 1996 年参照.
- 10) われわれの調査は、日本大学経済学部産業研究所における共同研究に基づき、格付の信用リスク評価を、発行体、投資家に対して、2004 年から複数年にわたりアンケート調査を行ったものである。共同研究代表者は、黒澤義孝教授（日本大学経済学部）である。以下、われわれの調査は、この調査を指す。
- 11) 平井直樹稿「勝手格付」森脇彬編 前掲書 p.291 参考.
- 12) 平井直樹稿「勝手格付」前掲書 p.291 参考.
- 13) 格付情報の内容は、岡東務稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 pp.64-66, 新美一正稿「債権格付の歴史、現状、課題」日本総合研究所編『Japan Research Review』1992 年を参考にしている。
- 14) S&P の長期個別債務格付については、Standard&Poor's の 2006 年 8 月 14 日のホームページによる。
- 15) MDY の短期債かくづけについては、三浦后美稿「アメリカにおける格付」森脇彬編 前掲書 p.225 (MDY のホームページ) 参照した。
- 16) 定量的要素、定性的要因について、岡東務氏は、日本の格付機関で考慮されてきた定量的要素として、売上高、利益、キャッシュフロー、純資産、含み利益、有利子負債、破産更生債権をあげ、日本の格付機関で考慮されてきた定性的要因として、業種特性、所属産業の特徴、業界ランク、株主構成、取引関係、財務政策、経営トップ・経営管理体制、研究開発費・研究開発体制をあげている（『債権格付の研究』中央経済社 1998 年）。また、この定量的要素である財務指標を検討したものとして、岡田依里稿「格付と分析指標」森脇彬編 前掲書 pp.102-113 がある。
- 17) 格付会社が格付に重視する財務指標を、平井直樹氏が、R&I『格付の手引き』1998 年、JCR『ゼミナール 格付 信用審査と実際』東洋経済新報社 1992 年、MDY『リサーチガイド 一般事業会社』1996 年、S&P「日本の事業会社の信用力の動向について」“Japan Focus” Vol.1No.2 1997 年、“Corporate Criteria” 1998 年を参考に析出している（平井直樹稿「格付と財務政策」森脇彬編 前掲書 pp.140-144）のを参考にしている。
- 18) 平井直樹稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.140.
- 19) 平井直樹稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.142.
- 20) 平井直樹稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.142. この詳細は、p.143 の図 5 - 9 財務指標の連・単比較を参照されたい。
- 21) 浅野敬志稿「格付と財務制限情報」森脇彬編 前掲書 p.234.
- 22) 黒沢義孝著『債権格付けの実際』東洋経済新報社 1985 年 p.232 参照.
- 23) 黒沢義孝著前掲書 p.233. 浅野敬志稿「格付と財務制限情報」森脇彬編 前掲書 p.238 参考. 財務制限条項の詳細は、浅野敬志稿 同前書 pp.239-243 を参照され

たい。

- 24) 寺田義明, 前田節子稿「国内無担保社債における財務上の特約設定状況」『公社債月報』1998年2月 p.22.
- 25) 財務上の特約(財務制限条項)の格付への反映については, JCR「JCR 格付け Q & A」JCR ホームページ 2006年8月18日によっている。
- 26) 平井直樹稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.144 参照。
- 27) 社団法人 生命保険協会『社債市場の現状と課題について—社債市場の健全な発展と活性化に向けて—』2000年4月16日(99年版)。
- 28) 公社債引受協会編 志村嘉一監修『日本公社債市場史』公社債引受協会(東京大学出版会製作) 1980年9月 p.235.
- 29) 加藤隼人稿「社債市場と格付」森脇彬編 前掲書 p.2. この章の債権格付の通史の内容は, 主に加藤隼人氏のこの論稿を参考にしている。日興証券『証券月報』1978年7月号 p.43 参照。ところで, 1947年6月2日に, 「起債調整協議会」(大蔵省, 経済安定本部, 日銀, 復興金融金庫, 農林中金, 日本興業・日本勧業・帝国・三和の各銀行および地方銀行代表を構成メンバーとして設立。その目的は, 各種社債の発行条件を決定し, 起債額と起債の順序を調整することであった)が, 設けられ, 1949年6月には「日銀適格担保社債事前審査制度」が設けられ, 起債市場が再開されたが, 日銀の調整下におかれ, このもとに「起債懇談会」と「起債打ち合わせ会」の2機関が設けられており, 起債の調整が行われていた。1955年には, 金融機関の債券消化能力が増大したこと, オーバーローンが是正されて金融機関の日銀信用依存度が後退したことから, 1955年12月「日銀適格担保社債事前審査制度」が廃止され, 1956年7月「起債懇談会」も活動停止した。民間の自主調整機関としての機能を有していた「起債打ち合わせ会」は1968年5月「起債会」に名称変更し, 興業銀行を中心(八行会; 興銀, 三井, 三菱, 富士, 住友, 三和, 第一, 勧銀)に起債調整を行っていた(公社債引受協会編 志村嘉一監修『日本公社債市場史』公社債引受協会(東京大学出版会製作) 1980年9月 pp.232-234 参照)。
- 30) 公社債引受協会編 志村嘉一監修『日本公社債市場史』東京大学出版会 1980年9月 p.335を参考にしている。
- 31) 加藤隼人稿 同前稿 p.3 参照。
- 32) 加藤隼人稿 同前稿 p.3. ここでの質的基準は, 志村嘉一著『現代日本公社債論』東京大学出版会 1978年6月 p.212, 公社債引受協会編 志村嘉一監修『日本公社債市場史』東京大学出版会 1980年9月 p.310による。詳細は, 同書を参照されたい。
- 33) 志村嘉一監修 前掲書 p.310, 加藤隼人稿 同前稿 pp.4-5を参照している。
- 34) 間接金融から直接金融, 自己金融移行の過程の分析は, 箕輪徳二著『戦後日本の株式会社財務論』泉文堂 1997年3月 第2編5章「公募時発行定着の金融経済的背景とその意味」を参照されたい。なお, この時期に, 大量の社債が発行されたこ

とから、各会社で商法規制の社債発行限度額が不足するという状況が生まれ、1977年（昭和52年）「社債発行限度暫定措置法」が成立し、商法規定（資本及び準備金の総額）の2倍まで発行できるようになった。

- 35) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.7. 公社債引受協会『公社債月報』1977年3月号 p.18以降参照されたい。
- 36) 1977年の新適債基準等の詳細は、志村嘉一監修 前掲書 p.310 参照されたい。
- 37) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.8. わが国の格付機関の設立の背景等は、加藤隼人稿 前掲稿によっている。
- 38) CBの発行額は、東洋経済新報社／アイ・エヌ情報センター、野村資本市場研究所『公社債要覧』各巻による。
- 39) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.15. 無担保適債基準、CP等の導入については、加藤隼人稿 同稿 pp.9-17を参照している。
- 40) 公社債引受協会『公社債月報』1987年3月号参照。加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.15 参照。
- 41) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.15 参照。
- 42) 1990年11月の適債基準の内容、緩和の背景等については、加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 pp.16-19, 公社債引受協会『公社債月報』1990年12月号を参考にした。
- 43) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 pp.18-19.
- 44) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.19 参考。
- 45) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.19 参考、日本公社債研究所『わが国の債券格付の歩み』1995年 p.126 参考。なお、2006年1月1日～2007年12月31日までの期限で、「企業内容等の開示に関する内閣府令」第1条第13号の2に規定する指定格付機関として R&I, JCR, MDY, S&P, Fitch の5社が指定されている。
- 46) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.20.
- 47) 金融ビッグバンは、1996年に橋本首相が、free・fair・global of the financial marketを宣言・実施したものである。
- 48) 加藤隼人稿 前掲稿 森脇彬編 前掲書 p.20 参考。
- 49) 格付の貨幣市場への影響力については、1997年11月北海道拓殖銀行の破綻、その直後、山一證券の自主廃業が発生するが、そのきっかけの一つが同社の格付けが投資適格水準 BBB 格 /Baa 格を下回ることとなり、金融市場からの資金調達が十分にできなかったことに起因していることはよく知られているところである。さらに、1998年8月20日に、MDY がトヨタ自動社の社債格付を、Aaa 格から、1ランク格下げを発表した。その格下げの理由は、自動車業界の国際的な競争力激化と国内需要の低迷、加えてトヨタが終身雇用維持を掲げている点も競争力を弱める原因であるとしている。こうした、格下げ理由は、格付会社の「1つの意見」として一方的に公表されているが、当該会社経営にとっては、格下げで年間海外金融子会

社も含めて、10億円台のコストアップになると話している（仁科剛平「日本を格下げしたムーディーズの仮面を剥ぐ」『PRESIDENT』1999年1月号 PRESIDENT Online 2006年8月29日 <http://www.president.co.jp>）。このように、終身雇用制維持等が、格下げの理由になること等、会社の経営方針に対して、金融市場の参加者への影響力を背景にして間接的に（また、時にコンサルティングを通じて直接的に）実質介入になる、経営者にとって厄介な民間営利情報販売の政府指定格付機関が、登場してきたのである。

- 50) 相澤哲，葉玉匡美稿「社債」商事法務研究会『商事法務』No.1751 2005年12月5日 p.13. コマーシャル・ペーパー（短期社債は除く）は手形，シンジケート・ローンは指名債権，わが国株式会社が外国法に準拠して発行する債券は「社債」とであると理解されていた（相澤哲他稿 同前稿 p.13 参考）。この編の「社債権者保護の強化・合理化」は，相澤哲，葉玉匡美稿 同前稿を参考に行っている。
- 51) 社債発行限度額撤廃の理由は，「①過大な起債は市場メカニズムにより抑制されるから（リスクを反映して金利が上昇する等）法的規制は不要である，②この制度に違反して発行された社債も有効である以上規制の実効性が乏しい，③世界の先進国ではほとんど例がない規制であり，企業の国際競争力の制約になっている等の批判がなされてきた，－今回の〈1993年（平成5年）〉の商法改正に際しては，④証券取引法の改正により企業内容の開示（ディスクロージャー）制度の整備が進み，かつ平成4年法律第73号により証券取引等監視委員会が設置されたことによって開示書類の真正を担保する仕組みも整備されたこと，⑤債券の格付け制度が定着してきたこと等から，市場メカニズムによる社債権者保護が期待できる段階に達し，また，⑥今回の社債法の全面見直しにより社債権者保護のための社債管理会社の設置強制等の措置が導入されたこと等も勘案し，社債発行限度規制を撤廃することが適当とされた」である。つまり，市場メカニズムにより社債権者保護が図られるレベルに，わが国社債市場が到達したと判断されたのである（江頭憲次郎稿「社債法の改正」『ジュリスト』第1027号 1993年7月15日 p.35）。
- 52) 新会社法における社債法の実質的な改正は，1つが，社債発行手続きの合理化等，2つが有価証券の流通ルールの一貫化，そして3つが社債債権者保護の強化・合理化である（相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.13 参考）。
- 53) 社債の銘柄統合とは，社債の流動性を高めるために，既発行の社債と同一の内容の社債を新たに発行し，または，既発行の内容の異なる複数の社債にかかる社債の内容を同一のものとすることをいう。
銘柄とは，旧商法においては，社債の種類にかかる規定が存在しないために，社債の種類は，社債に係る権利の内容のいかんにかかわらず，発行決議ごとに別の種類になるものと解されてきていたものである（相澤哲，葉玉匡美稿 同前稿 p.18 参照）。
- 54) 新会社法では，社債の種類を第681条（社債原簿）1号「第676条第3号から8号までに掲げる事項その他の社債の内容を特定するもの」として法務省令で定める事

項（以下この編において『種類』という。）で規定した。この法務省令は、法務省令 165 条（社債の種類）である。すなわち、社債の種類は、社債の権利内容を基準として決めているため、社債の権利内容が同一であれば、その発行時期等のいかんにかかわらず、同一の「種類」となる。これにより、いわゆる「銘柄統合」も実現することになる（相澤哲，郡谷大輔稿「株式・新株予約件・社債」『商事法務』NO.1760 2006 年 3 月 5 日 p.14 参考）。

- 55) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.20 参考。
- 56) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.21 参考。
- 57) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.21.
- 58) 社債管理者の責任強化の内容については，相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 pp.21-22 を参考にした。
- 59) 相澤哲，郡谷大輔稿 前掲稿 前掲誌 p.16.
- 60) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 pp.21-22 参考。
- 61) 吸収分割会社における無記名社債権者保護については，相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.22 を参考にした。
- 62) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.22，社債権者集会の内容構成は，前掲稿によっている。
- 63) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.22.
- 64) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.23.
- 65) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.23 を参考にした。
- 66) 相澤哲，葉玉匡美稿 前掲稿 p.23.
- 67) ここでの章は，生命保険協会『社債市場の現状と課題について－社債市場の健全な発展と活性化に向けて－』1999 年の公表に基づいたものである。
- 68) ここの統計は，「FA 債（社債管理会社不設置債）の動向」（出所）アイ・エヌ情報センターによっている。
- 69) FA（財務代理人）は，発行体の代理人であるのに対し，社債管理会社は，社債権者の代理人である。ユーロ市場における財務代理人の役割は，元利金の支払いの業務の他，発行体の財務諸表の閲欄場所となることもある。ソフトバンクの財務代理人は，これらの業務に加え，代わって社債券の交付，利払い時の源泉徴収等，発行体が社債残存期間中に行うべき事務の一部を代行する予定である（丸木強稿「社債管理会社を不設置にした社債について」『公社債月報』1995 年 9 月 p.30）。
- 70) 社債管理会社設置債と FA 債の発行，管理手数料の積算は，丸木強稿「社債管理会社を不設置にした社債について」『公社債月報』1995 年 9 月 p.29 によっている。
- 71) 生命保険協会編 前掲報告書 p.6.
- 72) 生命保険協会編 前掲報告書 p.8.
- 73) 生命保険協会編 前掲報告書 pp.24-25.
- 74) 生命保険協会編 前掲報告書 pp.24-25.
- 75) 「2001 年 9 月 14 日大手スパーのマイカルが，東京地裁に民事再生手続きを申立て，

マイカル発行の普通社債 3,500 億円がデフォルトする見込みで公募債のデフォルト事件としては最大級となる。また、個人向け社債，社債管理会社不設置債（FA 債）のデフォルトは初めて」である（野村資本市場研究所 資本市場の主な出来事 日本市場 2001 年 7 月～9 月，<http://www.nicmr.com>，2006 年 9 月 22 日）。会社更生手続き中のマイカル債は，3 万人の個人に対して，元本の 3 割程度を返済する計画，銀行などの大口債権者に対しては，1 割以下に抑える方針が示され，債権者の体力を勘案して返済率に差をつける異例の対応が盛り込まれた（Obell TX Flash NEWS, <http://www.tv-tokyo.co.jp>，2006 年 9 月 22 日）。

債券格付けの進化

——大学格付け・病院格付けへの応用——

文京学院大学経営学部教授

三浦后美

1. アメリカ型格付けの応用

1.1 社債市場のデフォルト

日本での社債市場は1997年からそれまでの市場起債者を入り口で制してきた適債基準を完全撤廃し、誰もが市場に参加できることになった。社債のデフォルト（債務不履行）があり得ることを前提と市場に大きく変化したことにより、投資家にとっては投資情報としてのアメリカ型格付けが現実的な意味合いをもつこととなる。たとえば、1997（平成9）年9月ヤオハンが発行した国内公募転換社債（CB）と、ユーロ円建転換社債（CB）とで合計社債残高375億円を残して倒産した。その後の社債の処理は、社債額面の10%の価額でヤオハンが買い取り、その後スポンサー企業に転売されている。社債権者に対する弁済率は3%である。ヤオハンが1997年9月会社更生法を申請、同年12月適用開始決定された。国内公募債としてはじめて社債権者に実損を与える例である。その後は、表1の「日本における公募社債のデフォルトとその処理（1997年以降）」に見るように、日本の社債市場はすべて市場で競争させる「市場原理主義」と、そこに参加する投資家の「自己責任原則」が一般化することとなった。

2000年代に入って、大学・病院格付けという「第三者評価制度」の導入が日本ではクローズアップされている。アメリカ型債券格付けの考え方を応用した新たな動きである。

表 1. 日本における公募社債のデフォルトとその処理（1997 年以降）

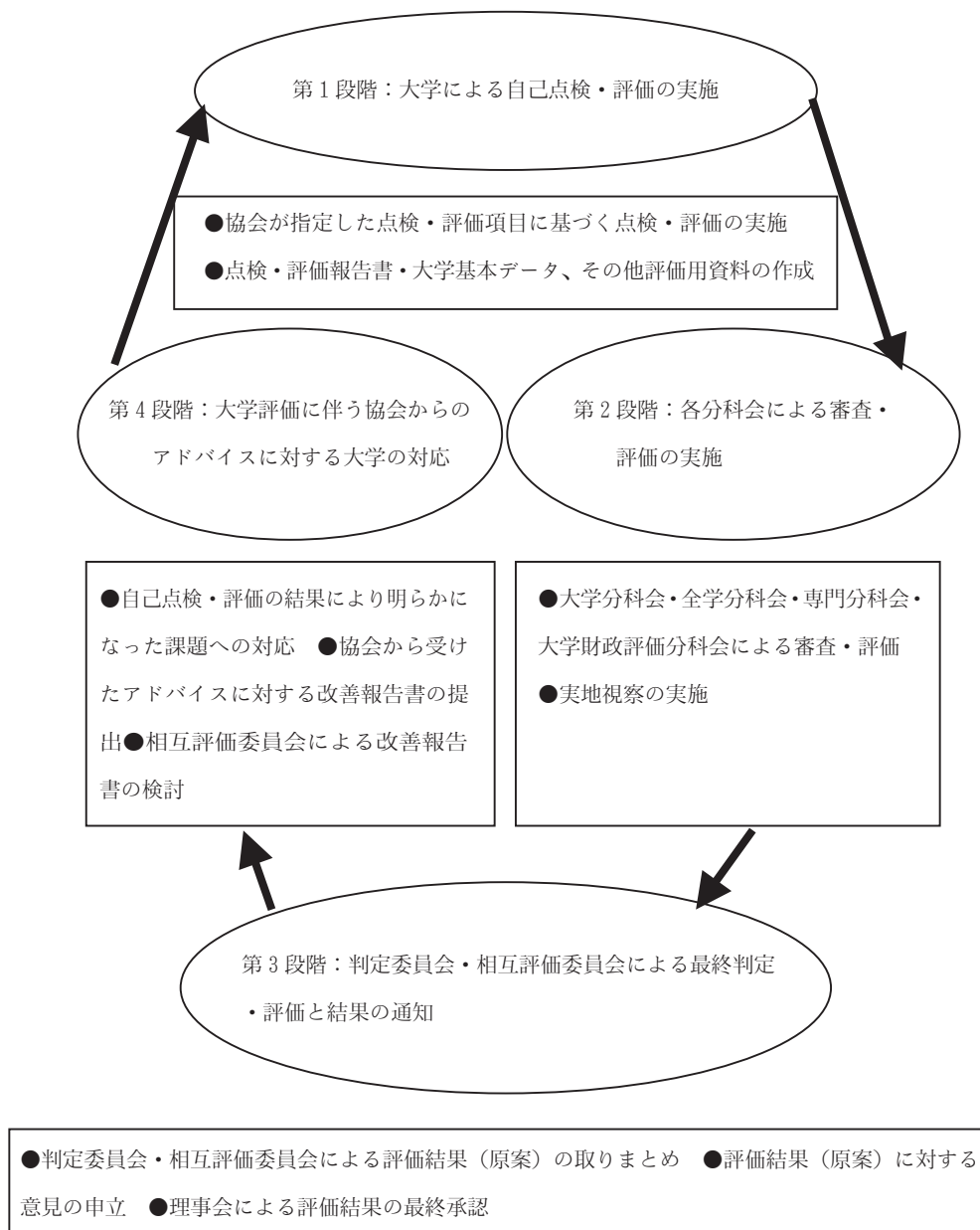
● 1997（平成 9）年 9 月 ヤオハン〈国内 CB, ユーロ円建 CB〉社債残高 375 億円
【社債の処理】社債額面の 10% の価額でヤオハンが買い取り, その後スポンサー企業に転売. 弁済率は 3%. 1997 年 9 月会社更生法を申請, 同年 12 月適用開始決定. [国内公募債としてはじめて社債権者に実損を与える]
● 1998（平成 10）年 12 月 日本国土開発〈国内 SB, 国内 CB〉社債残高 571 億円
【社債の処理】更生計画により弁済（6% の一括弁済, 但し, 19 年分割弁済の場合は 10%）1998 年 12 月会社更生法を申請, 1999 年 1 月適用開始決定. [国内公募普通社債としてはじめて社債権者に実損を与える]
● 2000（平成 12）年 9 月 川崎電気〈国内 CB〉社債残高 55 億円
【社債の処理】更生計画により弁済, 弁済率 22.43%. 2000 年 9 月民事再生法を申請, 2000 年 10 月適用開始決定. 2001 年 6 月再生計画許可.
● 2000（平成 12）年 12 月 靴のマルトミ〈国内 CB〉社債残高 46 億円
【社債の処理】預金担保が付されていないため全額弁済. 2000 年 12 月民事再生法適用申請.
● 2001（平成 13）年 9 月 マイカル〈国内 SB, 国内 CB, ユーロ円建 SB〉社債残高 3458 億円
【社債の処理】2001 年 9 月民事再生法適用申請, 同年 11 月民事再生手続中止, 同時に会社更生法申し立て, 同年 12 月更生開始決定.
● 2001（平成 13）年 12 月 青木建設〈国内 CB〉債残高 30 億円
【社債の処理】2001 年 12 月民事再生法適用申請.

出所) 岡東務・松尾順介共編著『現代社債市場分析』2003 年, シグマベイスキャピタル, pp.186-187 の表から一部修正引用.

1.2 大学経営への「第三者評価制度」の導入

日本の大学は 2004 年 4 月施行された改正学校教育法で, 大学経営の質の社会的評価を得るため, 国の認証を受けた機関（認証評価機構）による「第三者評価制度」の導入が義務付けられた. この改正を受けて, たとえば, 私立学校の会員を母体とした大学基準協会は, 認証評価機関としての認証を得ている（2004 年 8 月 31 日付）. 大学評価・認証評価のプロセスは以下のように大きく 4 つの段階に分けて行われている.

図表 1. 大学評価のプロセス



出所）財団法人日本基準協会のホームページより引用。

日本基準協会は大学評価を受ける意義を4つ挙げている。

“第一に、このような大学評価を受けることを通じて、その大学は、「大学」にふさわしい要件を備えていること、自己点検・評価を通じ「理念・目的」の実現に向け改善のための努力を払っていること、自己点検・評価の結果が客観的に見て妥当であること、などが広く社会に対して保証されている。第二に、その大学が「理念・目的」の実現に向け、長所を一層伸ばすとともに問題点を是正していく上で有益なアドバイスをはじめ、改善のための様々な支援を受けることができる。第三に、協会の大学評価がその大学の個性や特徴を基本においた自己点検・評価のプログラムを確立しこれを実行に移す契機となる。第四に、さまざまな大学評価のための制度が定着している国々では、大学基準協会の正会員大学に対しては、従来から積極的な評価がなされてきた。”

第三者評価制度の導入（学校教育法改正 04.4.1 施行）を受け、大学の質の保証に係る新たなシステムの構築は、国の認証を受けた機関（認証評価機構）が、自ら定めた評価基準に基づき大学を定期的に評価し、その結果を公表し社会的評価を受けるとともに、評価結果を踏まえて大学が自ら改善することを促す制度である。

同時に、ここにきて大学のブランド化を意識して直接アメリカ型債券格付けを取得する大学も現れた。債券格付け取得の背景には、長期的な少子化の進行に伴う大学間競争激化により、日本の大学法人の経営環境は厳しさを増してきているためである。今後は、資金調達の多様化、効率化が求められ、自らの信用力を確認し、学生・父兄などの関係者に対する説明責任を果たす為、格付け取得の意義が高まるものと考えられる。

図表 2. 学校法人の長期優先債務格付け（主な事例）

	R&I			S&P	JCR
AAA					
AA+	早稲田大学 2003/7/15	慶応義塾大学 2004/1/13			
AA	日本大学 2003/4/17			慶応義塾大学 2004/1/8	
AA-	法政大学 2003/2/6	成蹊学園 2003/9/24	千葉工業大学 2003/11/6	東京理科大学 2004/1/8	
A+	大阪経済大学 2003/9/16	修道学園 2003/12/15			共立女子学園 2004/1/13
A					
A-					
BBB+					
BBB					
BBB-					

出所）格付機関のホームページをもとに作成。

1.3 病院経営への「第三者評価制度」の導入

病院経営にも 2001 年 7 月、政府の総合規制改革会議・中間意見書の中で日本医療機能評価機構を含んだ「第三者評価制度」が同様に導入された。国などによる規制・統制に代わって第三者機関が会社・組織の信用力を評価・格付けし、それらをもとに社会システムが運営されるという仕組みである。いずれもアメリカ型格付けの考え方の応用である。

病院への「第三者評価制度」の導入は、(1) 提供する医療サービスの質の向上〈医療人としての義務、自己評価から第三者評価への転換〉、(2) 医療の質の標準化〈医療サービスの標準化（平成 13 年 6 月「経済財政諮問会議」）〉、(3) 総合規制改革会議中間取りまとめ（平成 13 年 7 月）〈日本医療機能評価機構を含む第三者機関による医療評価の充実〉などか理由に挙げられている。また、病院の格付けには一定の限界を持ちながらも、その格付け取得の背景には、今日的な課題として、(1)「経営の質」と「医療の質」〈医療は営利を目的としてはならない。自治体病院は、「高度、特殊、先駆的、不採算医療を行う」（公営企業法）。自治体病院の約 1/3 は僻地、離島など〉、(2)「経営の質」による格付けの対象は医療法人に限定される、(3) 日本の病院の資金調達には、従来、間接金融が主体であったが、近時、近代化・高度化といった設備投資のニーズに対応するため、資産の流動化、病院債の発行が注目されてきている、などによるためである。

図表 3. 病院の長期優先格付け（導入当初の例）

	JCR	Fitch
AAA		
AA+		
AA		
AA-		
A+		
A		社会福祉法人 三井記念病院 2004/1/26（予備格付け）
A-		
BBB+		
BBB	医療法人社団 ジャパンメディカルアライアンス 2003/12/15	
BBB-		

出所）格付機関のホームページをもとに作成。

2. アメリカ型格付けの限界

2.1 第三者評価と格付機関

アメリカ型格付けの『第三者評価』は、「自己点検・自己評価」よりも客観性に富み、統一した基準から比較しやすいという利点がある。反面、その運用の仕方はむずかしい。第三者間の比較には、どのようにして相互の評価の「質の高さ」を保つのか、また、公平で透明な「分かりやすさ」をどのような基準で確立するか、評価するための「費用負担」を誰がするのかなど、多くの課題がある。さらに、第三者評価を活かすためには、それぞれの立場での工夫が必要である。“評価される側”のディスクローチャーの拡充、問題意識を的確に把握することが大切である。一方、“評価する側”は、質の向上、評価の尺度とその根拠ならびに過去の分析結果を常に公表する努力が求められる。“利用者側”は、評価目的に沿った利用に限定される。第三者機関が評価するという考え方のルーツは、アメリカの債券格付けの歴史に求められる。債券格付けは1909年にムーディーが最初にアルファベットの記号を利用した格付けを導入し、アメリカの主要な鉄道会社250社以上が発行する債券を対象に、その償還や支払いを契約通りに履行されるかどうか判定したことに始まる。今日では、この表記法が信用評価の国際的なシンボルとなる。近時、アメリカ型格付けが『第三者評価』という形で様々な応用され出すと、新たに、この評価システムの構造的な限界を顕在化させている。

格付機関を除いた第三者評価機関には次のような機関が挙げられる。

(1) 大学評価の「認証評価機構」：2004（平成16）年度認証評価制度の導入●「大学基準協会」●「大学評価・学位授与機構」●「日本私立大学評価機構」●「短期大学基準協会」、(2) 医療機関：米国 JCAHO（Joint Commission on Accreditation of Healthcare Organizations－医療施設認定合同機構）〈3年ごとに評価を受けないと Medicare, Medicaid の支払停止〉、(3) 医療機関：日本【(財)日本医療機能評価機構】〈5年後に評価を受ける〉[歴史的経緯]●1987年：厚生省・日本医師会による〈「病院機能評価表」〉●1987年：JCAHO 研究会発足〈「第三者評価」〉●1990年：「病院医療の質に関する研究会」●1995年7月：「日本医療機能評価機構」発足●1997年4月：2年間の試行を経て本稼働、(4) 日本【(株)医療福祉経営審査機構】[●経営審査サービスの提供〈医療福祉機関に対し、財務面のみならず医療内容にも踏み込んだ評価を行い、金融機関における経営審査のサポートがある〉●経営診断サービスの提供〈多角的な調査分析を通じて、貴施設の現状を総合的・客観的に評価する。〉●経営コンサルティング・サービスの提供〈専門的なノウハウおよび豊富なデータを活用し、貴施設の経営改善を行う。〉[パンフレットより作成]。

図表 4. 自己評価と第三者評価

	自己評価	第三者評価
視点	主観的	客観的
情報	豊富	必ずしも十分ではない
他社比較	不利	有利

出所) 戸田周作「第三者評価の利点と課題」文京学院大学大学院, 夏季セミナー資料, 2003.9.10.

図表 5. 日本医療機能評価機構と格付機関の比較

	日本医療機能評価機構	格付機関
対象	日本の病院	世界の債券発行体とその債券
何を	医療機能	債券発行体の債務返済能力
目的	医療の質の向上	債務返済能力の評価
手順	事前の書類審査と訪問審査 評価部会, 特別審査委員会議, 評価委員会	マネジメント・ミーティング格付け 委員会
方法	小項目の評点の総合判断	事業リスクと財務リスクの総合判断
担当者	専門経験を有するサーベイヤー	格付けの専門家
結果の公表	認定病院の同意を得た上で「総括」 (総合的な所見) および「すべて の中項目の評点」を公表	格付け符号と格付け根拠を公表

出所) 図表 4 に同じ.

図表 6. 病院の第三者評価を行う目的

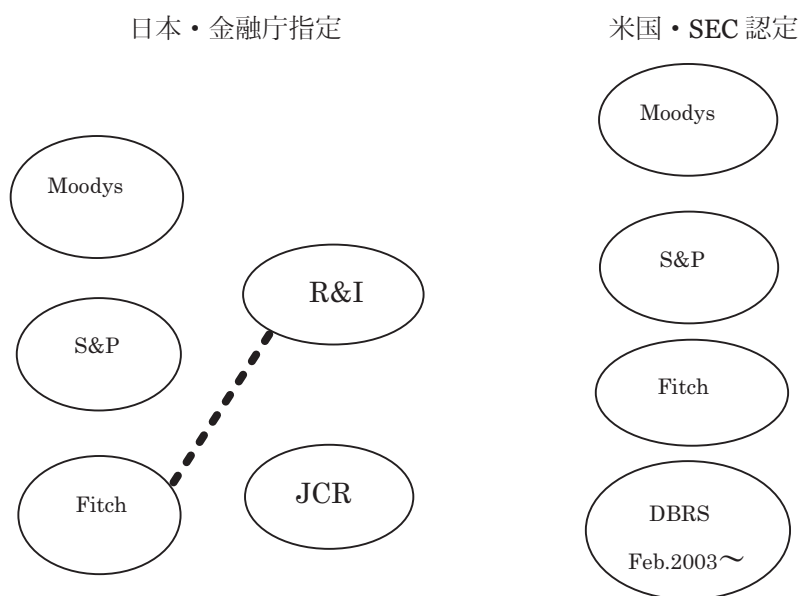
患者	病院, 医師の選択
医師	病院, 医師の推薦・紹介
評価機関	医療の質の向上, 債務返済能力の評価, コンサルティング, 他
投資家	投資対象としての魅力とリスク
マスコミ	情報提供

出所) 図表 4 に同じ.

図表 7. アングロ・アメリカン型格付けの 100 年の歴史【債券格付け】

前史 (1850 ～) 【サブリン格付け】	誕生 (Moody's)	発展期 (1920 ～ 60)	拡大期 (Ⅰ) (1970s: 有料化)	拡大期 (Ⅱ) (1980s: 国際化) 14 か国	拡大期 (Ⅲ) (1990s: 多様化) 102 か国
(Moody's)				(1985)	(1998)
				77 か国 (1998)	93 か国 (2002)
(S&P)				58 か国 (1998)	67 か国 (2000)
(Fitch)					

図表 8. 指定格付機関（日本）・認定格付機関（米国）制度



フィッチ・レーティングスは、フィッチ・IBCA・ダフアンドフェルプス・トムソン
バンクウォッチの 4 つの格付会社の合併・買収などにより誕生した。
出所）各格付機関の資料をもとに作成。

2.2 アメリカの『収斂理論』の限界

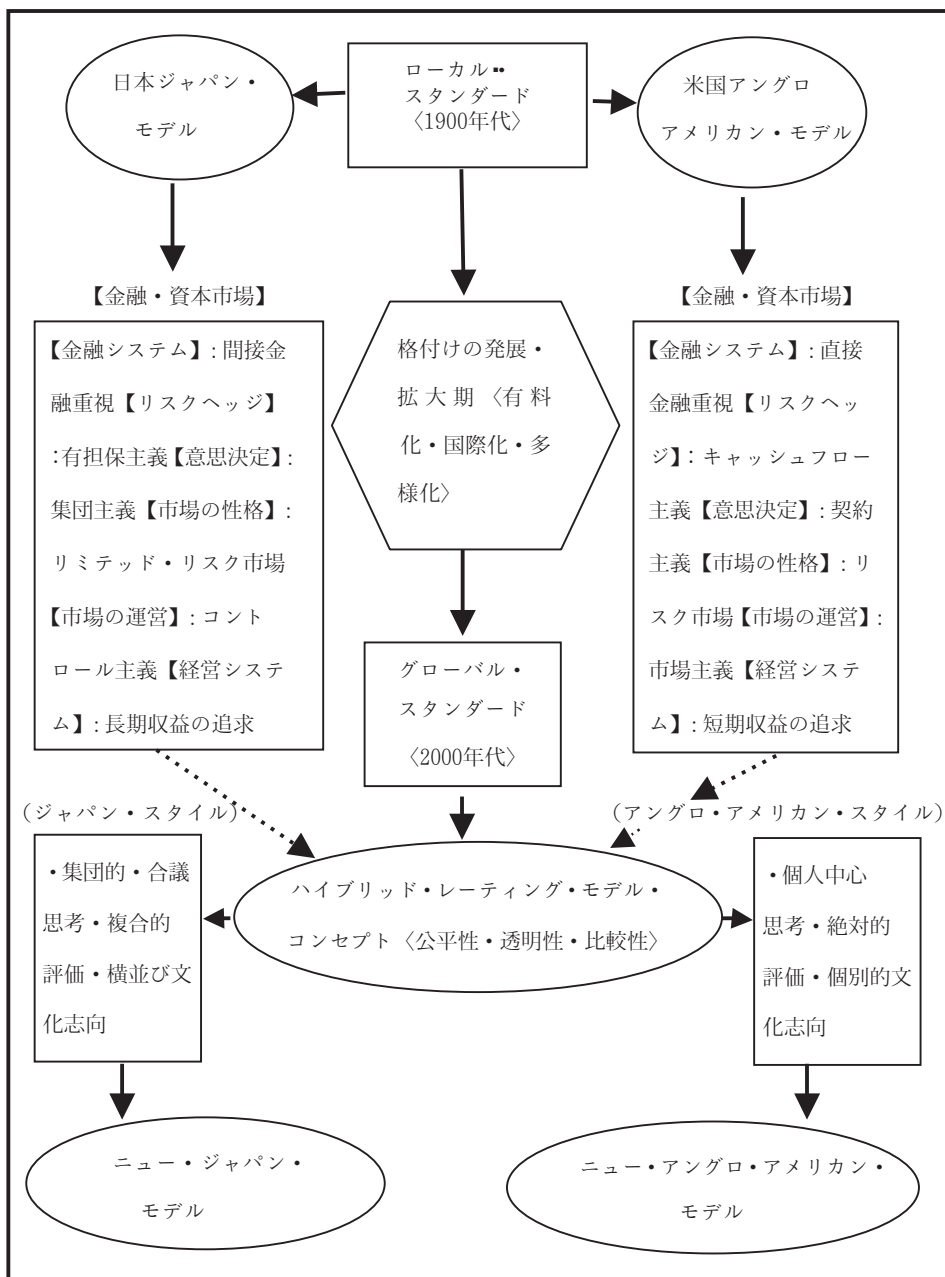
アメリカ型格付けは、本来持っているその国の文化的価値と歴史的事実を無視して、すべてアングロ・アメリカン型のスタイルに収斂（しゅうれん）されるというアメリカの『収斂理論』から派生した考え方で、アメリカがより優れているという前提に立った評価システムである。アメリカの 1960 年代の経済政策の成功例をもとに、生まれてきた理論

である。収斂とは異なったものの間で、それぞれが独立に類似する方向へと変化が起き、当初は異なった社会であったものでも、その後、著しく類似した社会になっていき、遂には、それぞれの持っていた文化的な伝統の価値の重みを減じてますます類似した社会になるというものである。その延長線には、理想のモデルとして収斂されていく社会として、アングロ・アメリカン・モデルが描かれてくる。このような『収斂理論』は、1970年代後半以降の景気後退と回復をめぐって、ヨーロッパ各国でまったく異なった対応がうまれてきたことにより、次第にその説得力を失っていった。その後は、理論的には『収斂の終焉』と位置づけられて、完全に否定されたものである。ところが、いま、改めて『第三者評価』という形で復活しつつある。アメリカの競争的な資本市場から自然発生的に誕生した債券格付けは、リスク社会を前提としている。すべての人に事前に提供されることが「公平で効率的な市場」の条件であるが、そこでは、情報を利用した後の結果については問わない。いまや、日本社会にも深く浸透し、従来のリスクを回避した日本の安全な評価システムの良さは崩壊し、より資金力の強いものだけが優位性を持つこととなる。

2.3 日本での共生・共創的評価システムの確立

アメリカ的なキャッシュフロー経営の究極には、人間の「拝金主義」という極端な価値観だけが先行した病的な企業社会をつくってしまうものと考えられる。弱肉強食に徹したリスク社会では、「勝ち組」組織はより一層競争力を増すものの、社会全体は疑心暗鬼になり、非常に安定性を失っていく。現在、アメリカ型格付けを乗り越えた、新たな評価システムの理論的な枠組みが日本でいま求められている。

図表 9. ハイブリッド・レーティング・モデル・コンセプトの流れ図



ここに、『共生・共創的評価システム』を提案したい。共生・共創的評価システムでは、共生（symbiosis シムバイオーシス）というお互いの「生命・生活・生涯・生活様式」などの文化・歴史を認め合い、かつ、片方だけの一方的な利益のみ求めるのではなく、双方の利益を分かち合う。併せて、共創という価値、すなわち、お互いの競争相手と切磋琢磨

しながらも、一方的に採り尽くしたり、食べ尽くしたりしない、双方が譲り合うという尊厳を持つ評価システムである。すでに、日本企業は 1990 年代中頃から海外進出、特に東南アジア地域において「ハイブリッド・マネジメント (hybrid management)」という経営形態を実践しながら、その経験則から日本での『共生・共創的评价システム』を実現しつつある。つまり、異なる組織、文化の関係で、一方による一方的な支配・服従関係を排除しながら、国内で創造性、応用力のある人材を育成し、その他の諸資源や基礎研究などについては、世界的な視野で可能な限り活用し、海外のローカル企業の自立性を尊重し、そこでの人材を生かし、各地域の社会的文化的要素の統合を図るという経営・社会形態である。日本での『共生・共創的评价システム』の確立という新たな展開が期待されている。

【参考文献・論文】

Andrew Fight [2001] “The Ratings Game” John Wiley & Sons, LTD.

黒沢義考 [1999] 『〈格付〉経済学』PHP 研究所.

三浦后美 [2000] 「アメリカにおける格付」『現代債券格付論』税務経理協会.

三浦后美・箕輪徳二編著 [2002] 『新しい商法・会計と会社財務』泉文堂.

三浦后美 [2003] 「エンロン企業スキャンダル問題～債券格付けの歴史的視点から～」『文京学院大学総合研究所論集』文京学院大学.

久保吉生他共著 [2003] 『実例でわかる「格付け」のしくみ』中央経済社.

山澤光太郎 [2003] 『よくわかる格付けの実際知識』東洋経済社.

岡東務・松尾順介共編著 [2003] 『現代社債市場分析』ジグマベイスキャピタル.

岡東務 [2004] 『日本の債券格付』税務経理協会.

月刊 MEDICAL QOL 『特集 国内初公表で注目される医療法人の「格付け」・財務の第三者評価は、医療の資金調達手段を変える』NO.112, 2004 年 3 月 1 日号.

日本私立大学協会設置、私学高等教育研究所「私学の大学評価システムの在り方を考えるー自己研究と第三者評価を中心に」『RIIHE Series』NO.14, 2003 年 1 月 25 日.

磯野可一「大学基準協会の認証評価機関としての歩み」『じゃあ』NO.32, 2004 年 3 月 25 日.

星和夫「病院医療の質の評価について」文京学院大学大学院, 夏季セミナー資料, 2003 年 9 月 8 日.

赤石陽子「格付機関の病院格付け」文京学院大学大学院, 夏季セミナー資料, 2003 年 9 月 10 日.

戸田周作「第三者評価の利点と課題」文京学院大学大学院, 夏季セミナー資料, 2003 年 9 月 10 日.

東美智子「病院機能評価の現状と新評価体系」文京学院大学大学院, 夏季セミナー資料, 2003 年 9 月 8 日.