

ISSN 2758-2884 (Online) ISSN 2758-7193 (Print)

年報

信用格付研究

第 1 号

2023年5月

日本信用格付学会

年報第1号の発刊に寄せて

学会長 黒沢義孝
(日本大学名誉教授)

日本信用格付学会の年報第1号が出来上がりましたので、学会員の皆様、第1回学会でご報告いただいた方々、本学会の設立等にご協力いただいた方々、信用格付けにご興味をお持ちの方々にお届けいたします。

日本信用格付学会は信用格付けに関する研究、及び資本市場等における信用格付けの普及と発展のために、2002年以降約20年間にわたって活動してきましたNPOフェア・レーティングを発展的に解散し、日本信用格付学会として2021年11月に設立されました。本学会は資本市場の機能強化を促進する要の一つとなる信用リスク情報(格付け)についての研究を蓄積し、日本経済・産業の発展に寄与することを目的としております。

本学会設立の約半年後の2021年6月12日(日曜日)に第1回全国大会をZoomで開催し、記念講演として3名、自由論題講演として5名の方々にご報告をいただきました。記念講演は「日本信用格付学会に期待すること」と題して石村幸三様(金融庁監督局参事官)から、「金融市場における信用格付けの意義と課題」と題して根本直子様(早稲田大学教授)から、「ESGに対する格付会社の対応～信用格付けへの反映とESG関連の評価」と題して大洞聖子様(S&Pグローバル・レーティング・ジャパン:マネージングディレクター)からご講演をいただきました。自由論題においては、「信用格付け分析における定性評価の重要性・日本の大手電力会社の格付けを題材に」と題して廣瀬和貞様(アジアエネルギー研究所・代表)、「企業グループの格付け」と題して久保田穰様(大和証券・上席審議役)に、「サステナブルファイナンスにおける格付けの役割」と題して香月康伸様(みずほ証券・SDGsプライマリアナリスト)に、「デジタル時代の信用格付けに関する考察」と題して村松健様(SBI金融経済研究所事務局次長兼企画管理部次長)に、「中小・中堅企業の格付け」と題して田村香月子様(関西大学准教授)から、合計5つのご報告をいただきました。

ご講演いただいた3名の方(石村幸三様、大洞聖子様、久保田穰様)に特別招聘論文として、2名の方(香月康伸様、田村香月子様)に研究論文としてお纏めいただき年報第1号に掲載いたしましたのでご一読いただければ幸いです。

なお、日本信用格付学会では大学・研究所等の教員・研究者の方、大学・大学院(修士・博士コース)の学生の方、格付会社・企業等にご勤務の方々の学会員へのご参加を歓迎しておりますので学会ホームページを通じてご連絡いただければ幸いです(学会ホームページ:<https://www.cra-j.org/>)。

目 次

年報第1号の発刊に寄せて……………	黒 沢 義 孝	i
	(日本大学名誉教授)	
特別招待論文		
日本信用格付学会に期待すること ……	石 村 幸 三	1
	(財務省)	
ESG に対する格付け会社の対応……………	大 洞 聖 子	9
	((S&Pグローバル・レーティング・ジャパン)	
企業グループの格付……………	久 保 田 穰	18
	(大和証券)	
研究論文		
サステナブルファイナンスにおける格付会社の役割……………	香 月 康 伸	27
	(みずほ証券)	
中小・中堅企業格付の現状と資金調達環境の変化……………	田 村 香 月 子	37
	(関西大学)	
第 1 回年次大会プログラム……………		53
編集後記		

日本信用格付学会に期待すること

石村幸三（金融庁監督局参事官¹⁾）

【要 約】

信用格付は、資本市場において必要不可欠な存在となっており、情報生産機能の発揮を通じた情報の非対称性の緩和等に寄与していくことが期待される。一方、信用格付は、銀行の健全性規制に利用されていること等もあり、景気変動増幅効果（プロシクリカリティ）等広く経済に影響を与える可能性が指摘されている。国際的な金融危機の経験を踏まえ、銀行規制における格付依存の軽減や格付会社規制の導入といった政策対応が行われているが、日本信用格付学会においては、その効果等について多面的に議論・検証がなされることを期待する。さらに、最近では、ESG やデジタル化等、新しいリスク要素の信用格付評価への織り込みなど、分析手法のアップデートの必要性が高まっている。加えて、コロナ禍における信用格付評価についても、国際的に金融監督当局の関心が高く、学術的にも分析すべき視点が多くある。日本信用格付学会が、時代の変化も取り込みながら、日本での信用格付の役割、特徴を明らかにしつつ、理論的・実証的な研究を行い、政策的な提言を含め、積極的に問題提起されることを期待している。

はじめに

日本信用格付学会が設立されたことは、信用格付の役割や機能に関する理解を深めることにとどまらず、日本の金融市場発展の観点からも有意義であろう。第一回年次総会に当たり、金融庁で格付会社の監督を担当している立場から、私見も交えつつ、日本信用格付学会への期待を述べさせていただく。また、私自身、これまで銀行行政及び証券行政に長く携わっており、特に銀行の健全性規制については、いわゆるバーゼル規制の改定交渉とその国内実施を担当した経験がある。また、リーマンブラザーズの破綻などに端を発する国際的な金融危機を受け、銀行規制における信用格付利用のあり方の見直しにも

関与してきた。少し寄り道になるかもしれないが、これらの経験も踏まえ、信用格付が資本市場のみならず広く金融・経済に与える影響について洞察が必要ではないかと思われる事項にも触れさせていただきたい。

1. 信用格付の役割と影響の拡大

日本信用格付学会の設立趣意の冒頭に記されている通り、信用格付制度は、日本において約 40 年の歴史を積み上げており、資本市場においては必要不可欠な存在となっている。信用格付の役割には、情報生産機能、認証機能、モニタリング機能があるといわれる。他方、資本市場の規律を定める金融商品取引法の目的規定には、「有価証券の発行及び金融商品等の取引を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格

¹⁾ 肩書は令和 4 年 6 月 12 日の日本信用格付学会第一回年次大会における記念講演当時のものであり、令和 4 年 6 月 24 日付で証券取引等監視委員会事務局次長に異動している。また、本稿は、同講演の内容を加筆・修正したものである。

形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資する」ことと記されている。こういった目的を達成するには、証券会社をはじめとする仲介者の適切な機能発揮、円滑な流通を確保するための取引市場の発展、あるいは発行企業による情報開示の充実と様々な要素があるが、信用格付が情報生産機能等の期待される機能を十分に発揮することを通じ、債券市場における情報の非対称性の緩和などに寄与することも重要な要素であろう。

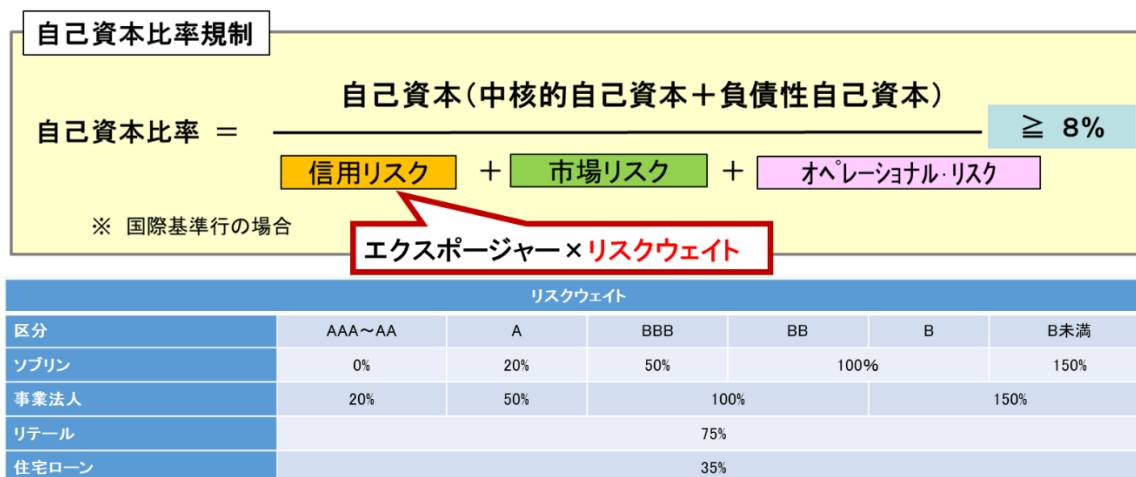
金融規制と信用格付あるいは格付会社との関係を振り返ると、この40年間で大きな変化が生じていることに気付かされる。社債市場の黎明期においては、1996年に廃止された社債適債基準など、信用格付の認証機能を利用しつつ社債市場を育成していったことが窺われる。その後、債券市場の拡大とともに、企業の信用力の証としての信用格付に対する社会的な認知の広がりにより、信用格付の金融市場に与える影響は大きくなっていった。同時に、信用格付の認知度が高まるにつれ、信用格付の有する認証機能を有価証券市場の育成とは異なる目的で金融規制に利用する動きもみられるようになった。その一つとして、バーゼル銀行監督委員会（Basel

Committee on Banking Supervision: BCBS)が、2004年に改定した銀行の健全性規制の枠組み（バーゼルⅡ）において、信用格付を利用したことが挙げられる。

2. 信用格付と銀行規制

銀行の健全性規制については、その後の格付会社規制にも関連してくる論点もあることから、少し詳しく触れておきたい。健全性規制の中核である自己資本比率は、銀行経営にとって重要な指標となっている。バーゼル規制に準拠した自己資本比率は、多くの国において、銀行が満たすべき健全性のメルクマールとして用いられている。日本においては、国際基準行と国内基準行で計算方法や水準に違いが設けられているものの、バーゼル規制に準拠した自己資本比率が監督当局の介入基準とされている。また、金融市場等で銀行の評価指標の一つともなっており、銀行は最低基準よりも一定程度高い水準の自己資本比率が求められることが一般的である。仮に十分な水準に満たないと見做される場合には、インターバンク取引や起債などに支障が生じる可能性がある。

【図1】自己資本比率規制の概要（国際基準行・バーゼルⅡ）



自己資本比率は、図1のとおり、銀行が業務上抱えている諸リスク（分母）に対し、リスクが顕在化した際、損失を吸収するためのバッファーとなる自己資本（分子）の充実度を示す指標である。融資を中核的な業務とする商業銀行においては、分母のリスクの中でも信用リスクが最も大きなウェイトを占める。信用リスクの評価は、1988年に合意された初期の規制（バーゼルⅠ）では、事業法人向け与信はリスクに関係なく一律の掛け目（100%のリスクウェイト）であった。これが、ハイリスク・ハイリターン資産に対する選好を強める、あるいは資産の証券化等を通じた規制回避行動を助長するなど批判された。一方、1990年代後半、大手銀行を中心に、融資先企業の管理区分（内部格付）毎のデフォルト確率等を統計的に計測しリスク管理に活用する実務が進展しており、規制でもその利用を求める声も高まっていた。このような背景から、BCBSでは、先進的な信用リスク管理体制が整った銀行に内部格付の利用を許容することと、それ以外の銀行にもリスクに応じた掛け目を設定することが検討された。その結果、バーゼルⅡの信用リスク計測において、内部格付手法と格付会社の信用格付を利用する標準的手法の2つの手法が導入された。標準的手法のあり方に関する議論に参加した一人として当時を振り返ると、日本と米国では債券市場の深みであるとか信用格付の利用状況についても大きな差があるうえ、会社毎に異なる格付区分と規制におけるリスクウェイト区分を紐付ける水準感であるとか、格付プロセスを含めた品質の担保など様々な悩ましい議論があった。バーゼルⅡにおける信用格付の利用は妥当な結論であったと考えるが、日米市場の違いや役割に関する客観的なデータや検証実績があればより深い議論ができたのではと思う。

銀行規制において信用格付を利用することの効果は、信用格付を通じて生産された情報が間接的に銀行の与信管理に活かされる、あるいは、銀行のバランスシートの健全性をより正確に表現することができるなどのメリットが考えられる。一方、リスクウェイト区分が階段状になっていることから、格下げに伴いリスクアセットの急増をもたらすこと（クリフ効果）等が、銀行の与信行動を慎重にさせ、マクロ的には景気変動を増幅する効果（プロシクリカリティ）が生じるのではないかと指摘もある。なお、金融危機を踏まえて再改定された新規制（バーゼルⅢ）では、銀行に最低比率を上回る余剰資本（資本バッファー）を予め確保しておくことを求めている。好況時には資本バッファーの水準を引き上げることで過度なリスクテイクを抑制するとともに、景気後退期においてはその取り崩しを許容することでプロシクリカリティの抑制を目的とするものである。

3. 国際的な金融危機と信用格付

バーゼルⅡは、日本では2007年から実施されたが、この時期には、米国ではサブプライムローンの問題が顕在化していた。2008年のリーマンブラザーズ破綻等から世界的な金融危機が起ると、バーゼル規制の有効性について様々な批判がなされた。信用格付に関しても、サブプライムローン等を原資産とする証券化商品への格付の信頼性についても批判がなされたほか、銀行規制等が信用格付に過度に依存することの弊害についても議論がなされた。バーゼルⅢにおいては、信用格付への過度な依存を軽減する観点から、標準的手法の採用行に対し、適切なリスクウェイトが設定されているか「デューディリジェンス分析」が求められることとなった。また、公的資金による銀行救済や欧州のソブリン危機

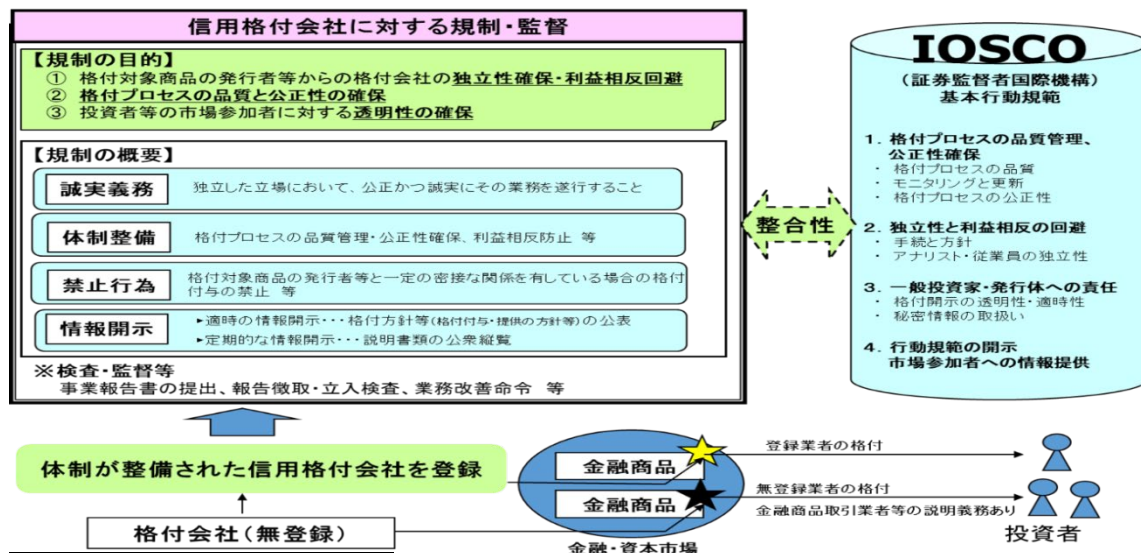
を背景として、金融機関向けエクスポージャーの評価において、所在国ソブリンの信用力によるリスクウェイト判定が廃止された。ソブリン格付の扱いは、銀行の健全性評価だけでなく、市場取引にも影響を与える論点として、BCBS で継続的に議論がなされている。なお、大手銀行の大半は内部格付手法を採用しているが、内部格付の利用範囲が狭められたほか、信用リスク評価のばらつきを抑制するため、標準的手法を基準にしたフロアが厳格化された。これらにより、間接的ではあるが、信用格付は大手銀行の自己資本比率にも影響を及ぼしうる。このように、プロシクリカリティ効果等、信用格付がもたらす影響に関して検証が期待される領域は、資本市場にとどまらずより幅広く存在する。バーゼルⅢが金融システムにおいてどのように作用するか、規制当局のみならず、日本信用格付学会の参加者を含めたアカデミア及び実務家により多面的に議論・検証がなされることを期待したい。

4. 格付会社に対する規制の導入

国際的な金融危機では、サブプライムローンの

証券化商品への格付のあり方など、格付会社に対する信頼が揺らぐこととなり、格付手法や利益相反管理など、適切な情報生産機能を発揮するための規律付けを格付会社に対する公的規制を通じ確保する動きが本格化した²。規制導入の経緯をまとめると、2008年4月に金融安定化フォーラム（金融安定化理事会（Financial Stability Board :FSB）の前身）が格付会社の役割と信用格付の利用等について提言を公表した。同月のG7において提言を支持するとともに、格付業務における利益相反問題への対応を求める声明が公表され、2008年11月の第一回G20でも格付会社に対する強力な監督について言及された。2009年4月のG20では、監督規制及び登録を格付会社に拡大し、国際規範を遵守することが首脳宣言に盛り込まれた。これら首脳会議からのマンドートを受け、各国で格付会社に対する規制の導入とともに、FSBと証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions :IOSCO）を中心に国際的な規範について議論を進めていった³。

【図2】信用格付会社に対する規制の概要



² 信用格付のあり方についての議論は、2001年のエンロンの破綻を契機に米国を中心に行われていた。

³ 信用格付を巡る議論を受け、FSBは2010年に格付依存の抑制のための原則を公表し、IOSCOは2008年

5月と2014年5月に格付会社の行動規範（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies）を改訂している。

日本においては、図2のとおり、2009年6月に改正された金融商品取引法において、格付会社に対する規制監督の枠組みが導入された。この規制は、独立性確保・利益相反回避、格付プロセスの品質と公正性の確保、そして透明性の確保を目的として、国際的な規範と整合的な内容が盛り込まれている。具体的には誠実義務のほか、格付プロセスの公正性を担保するための体制整備義務、格付対象商品の発行者と一定の密接な関係を有している場合の格付付与の禁止、コンサルティング行為の同時提供の原則禁止、特定の信用格付の事前確約の禁止などの禁止行為の規定、そして格付方針などの公表といった情報開示義務を課している。

格付会社に対する規制は、銀行や証券会社に対する規制とは趣を異とする面がある。企業の信用力に関する評価を対外的に示す活動は、格付会社が独占的に行っているものではない。資本市場の情報の非対称性の軽減等に資するために格付会社が債券に付与しているものから、雑誌記事で独自のランキングを公表しているものまで幅広く存在する。また、格付会社の格付も発行会社の依頼に基づくものとそうでないものがあるなど、規制すべき対象の境界線は必ずしも明確に存在するわけではない。通常、業者監督のようにそもそも業を行うことを禁ずる規制体系は現実的ではないことから、一定の体制整備などの要件を満たす格付会社は登録を受けることができる登録制度とした。すなわち、証券会社等が無登録業者の信用格付を用いて勧誘する場合、その旨の説明を義務付けるという規制の建付けとなっている。なお、体制整備に関しては、専門性や妥当性・実効性の検証、付与した格付のモニタリングといった格付プロセスの品質管理のほか、格付アナリストのローテーションルールや監督委員会の設置といったガバナンス面の

義務等が内閣府令で規定されている。上述のように、様々な観点から格付会社に対する義務が課せられているが、公的規制による規律付けが信用格付の機能発揮にどのような効果をもたらしているか、独立性の確保や利益相反管理など規制は有効に機能しているかなどについては、実証研究などによって検証が続けられることを期待したい。

4. 信用格付に関連する最近の議論

信用格付に関連し、国際的な会議などで話題となっているトピックスを三点取り上げる。第一にESGについて述べたい。近年、Environment (E)、Social (S)、Governance (G) は、資本市場に限らず、社会経済活動を行っていく上で重要な要素となっている。ただし、信用格付評価にとってE,S,Gという3要素を並列的に議論することは適当ではないかもしれない。Governanceは従来から重視されてきた要素であり、格付会社では、信用力評価にあたって一定の考え方が確立されているのではないかと思われる。当然のことながら、企業に求められることも変化しており、評価手法も不断に検証することが必要であろう。他方、脱炭素社会に向けた動きを含めたEnvironmentの要素や人権やダイバーシティ等Socialの要素と信用格付との紐づけは、これまで全く考慮されていなかったわけではないが、企業の信用力に与えるインパクトが大きくなるにつれ、評価の手法等をより具体的に確立していくことが求められてきたものといえよう。

現状では、信用格付とは切り離されたESG格付という形で、ESGに関する評価が格付会社等から公表されている。他方で、気候変動リスク要素等のリスクを信用格付に織り込む実務（評価手法）が見通せるのであれば、信用格付プロセスにおいて評価すべき要素となる。金融庁におい

ても気候変動リスク等について重要課題として取り組んでおり、様々な施策を進めているが、信用格付との関係では、質の高い定量・定性情報が利用できるようになることが発行体の信用力評価に織り込んでいく上でのポイントの一つとなろう。なお、将来的に ESG 要素が信用力評価の重要な要素として織り込まれていった場合、あるいは ESG 格付が市場における存在感を高めていった場合、信用格付の機能の一つともいわれるモニタリング機能の観点から、どのような機能発揮がなされるのかについても関心を持っている。

第二に、コロナ禍と信用リスクについて述べる。コロナ禍ではパンデミックが発生し、グローバルに社会・経済活動が停滞した。先例もなければ、先行きも見通すことが困難な中、企業の信用力はどの時点、あるいはどのくらいの時間軸をもって評価することが適当なのだろうか。このような議論は、銀行の償却・引当実務の切り口で取り上げられることが多いが、信用格付でも同様に、どの程度の時間軸、すなわち Point in Time でみるのか Through the Cycle でみるべきかという議論がある。コロナ禍の場合、出口のタイミングや新しい世界がどのようなものかということも定量的に測ることは難易度が高いといえる。同時に、個人・企業に対する政府支援があり、それを信用力の観点からどう評価するかといった論点も考えていかなければならないだろう。翻って、この問題はソブリン格付の評価にも影響しうる。ものごとが非常に不透明かつ、複雑にからみあった状況で信用格付がどのように行われたかについては、IOSCO など国際的にも金融監督当局の関心が高く、学術的にも分析すべき視点が多くあると思っている。

なお、先に述べたとおり、バーゼルⅢにおいては、プロシクリカリティ軽減のために資本バッ

ファー規制という仕組みが導入された。コロナ禍において、いくつかの金融監督当局は、資本バッファの水準を引き下げるなど、積み上げた資本を取り崩すことで企業支援などの余力を確保しようとするメッセージを発した。しかしながら、自己資本比率の絶対水準が低下することで自行の格付評価が下がることを嫌い、資本を取り崩すことを躊躇する動きがあるとの声も聞こえてきた。現時点においても、信用格付と各種の関連規制がもたらす作用について、メカニズムが十分解明されたとまではいえない状況にあり、引き続き理論的・実証的な研究が続けられることが期待される。

第三は、デジタルライゼーションと信用格付に関する議論である。信用力評価の側面からみると、デジタル技術の進歩や企業・個人の行動変化への対応の成否は、企業の持続可能性に大きく影響する。悩ましい点は、デジタルライゼーションの進展は、一般に中核業務の外部依存度を高める方向に作用するほか、サイバーセキュリティなどのリスクも併せて抱えることである。サイバー攻撃で顧客情報が大量に流出するなど企業の致命傷となる可能性も含んでいるのみならず、委託先のシステムベンダーだけでなく、サプライチェーンからの伝播等諸リスクの波及経路は多岐かつ不透明である。デジタル化の進展は、企業単体の信用評価を難しくする面もあるだろう。また、国際的な議論では、格付会社自身のデジタル化、すなわち、信用格付プロセスも基礎データの収集を含めデジタル化が進めば外部委託も進んでいくことから、情報管理や IT リスクが顕在化した場合における格付情報の安定的な提供というものにも関心が寄せられている。社会経済の変化に応じた格付手法の開発のみならず、デジタル技術の進歩を信用格付のプロセスにおいてどのように活用していくのか、また、それが信

用格付の品質や適時性にどのような影響を与えるか関心が高まりつつある。

おわりに

国際的に活動している格付会社グループに対しては、年次で監督カレッジが開催されている。監督カレッジでは、格付会社に関する課題認識やモニタリング状況等の情報共有を行い、国際的に一貫した監督ができるよう努めている。監督カレッジの機会等を通じ、グローバルに品質管理面で目線統一を図っていくことが必要であるが、同時にそれぞれの国の市場の特性の違い等についても理解を図ることも重要である。両者を通じ、信用格付の本質である市場への適切な情報提供がなされ、ひいてはそれぞれの国における資本市場の成長に資するものでなければいけない。国際的な相互理解は、金融危機以前に比べると相当進んだが、市場の違いなど比較分析の積み上げは継続的になされなければならない。日本信用格付学会において、日本の市場実態を踏まえた信用格付の機能発揮状況を研究・評価していくことは、国際的な議論を支える基盤となりうるものであり、日本市場の理解や投資の促進にも寄与するものである。また、ESGやデジタル化といった、新しいリスク要素の信用格付評価への織り込みなど、分析手法のアップデートの必要性が高まっており、グローバルな課題に関する議論も日本としてリードしていくことが期待される。加えて、コロナ禍が企業・金融機関に与えた影響を信用格付の観点からも検証していくことや、政府支援（ソブリン）と信用格付評価の関係をどのように評価するかなど、内外で関心の高い議論について論理的・実証的な研究を積み重ねることも重要である。日本信用格付学会において、時代の変化も取り込みながら、日本での信用格付の役割、特徴を明らかにし

つつ、理論的・実証的な研究を行い、政策的な提言も含め、積極的に問題提起をいただくことを期待している。

参考文献

- Basel Committee on Banking Supervision (2004), Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework
- Basel Committee on Banking Supervision (2011), Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system
- Basel Committee on Banking Supervision (2017), High-level summary of Basel III reforms
- Basel Committee on Banking Supervision (2019), Newsletter on buffer usability
- Basel Committee on Banking Supervision (2020), Governors and Heads of Supervision commit to ongoing coordinated approach to mitigate Covid-19 risks to the global banking system and endorse future direction of Basel Committee work
- Boot, W.A., T. T. Milbourn, and A. Shmeits (2006) “Credit Ratings as Coordination Mechanisms”
- Borio, C. and Haibin, Z. (2008), Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?, BIS Working Papers No 268
- Financial Stability Board (2010), Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings
- Financial Stability Forum (2008), Enhancing Market and Institutional Resilience
- Gordy, M., Howells, B. (2006), Procyclicality in Basel II: Can we treat the disease without killing the patient? Journal of Financial Intermediation, 2006, vol. 15, issue 3, 395-417
- Taylor, A., Goodhart, C. (2006). Procyclicality and Volatility in the Financial System: the Implementation of

- Basel II and IAS 39. In: Gerlach, S., Gruenwald, P. (eds) Procyclicality of Financial Systems in Asia.
- The Group of Seven (2007), Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, Washington
- The Group of Seven (2008), Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors
- The Group of Twenty (2008), Declaration, Summit on Financial Markets and the World Economy
- The Group of Twenty (2009), Declaration on Strengthening the Financial System, London Summit
- The International Organization of Securities Commissions (2008, 2013), Supervisory Colleges for Credit Rating Agencies
- The International Organization of Securities Commissions (2015), Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Final Report
- The International Organization of Securities Commissions (2015), Sound Practices at Large Intermediaries Relating to the Assessment of Creditworthiness and the Use of External Credit Ratings, Final Report
- The International Organization of Securities Commissions (2021), Observed Impact of COVID-19 Government Support Measures on Credit Ratings, Final Report
- The International Organization of Securities Commissions (2021), Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Providers, Consultation Paper
- 金融商品取引法研究会編 (2015), 金融商品取引法制の潮流, 公益財団法人 日本証券経済研究所
- 黒沢義孝 (2011), 経済は”格付け”で動く, 中経出版
- 佐藤隆文編著(2007), バーゼル 2 と銀行監督—新しい自己資本比率規制, 東洋経済新報社
- 根本直子(2017), シクリカルな変数が格付に与える影響—格付はスルー・ザ・サイクルと言えるのか—, アジア開発銀行研究所現代ファイナンス No39
- 根本直子(2017), 金融市場における格付けの意義と課題, 一橋大学大学院商学研究科, 博士論文
- 氷見野良三(2005), 検証 BIS 規制と日本, 金融財政事情研究会
- 三浦后美(2012), 日本における信用格付制度の発展過程, 経営論集第 22 巻第 1 号
- 箕輪徳二(2013), 信用格付業者規制とその導入の影響, 社会科学論集第 139 号

【特別招聘論文】

ESG に対する格付け会社の対応

大洞聖子(S & P グローバル・レーティング・ジャパン

マネジング・ディレクター)

【要 約】

S&P グローバル・レーティング (以下「S&P」) の信用格付けでは、従来から ESG の要因は事業リスクやガバナンスの評価等において考慮されてきた。一方、世界的にアセットオーナーや投資家が ESG 課題を考慮した投資額を増やす中、信用格付け上の ESG 要因をより透明性の高い形で示すことを求められるようになってきている。

こうした背景を踏まえ、S&P では、2021 年に「信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス (ESG) の原則」の格付け規準を策定し、5 つの原則を整理した。また、格付けからのアウトプットとして、各発行体の格付けの分析に、ESG のそれぞれの要素がどのように影響しているのかをスコアとして表す「ESG クレジット・インジケーター」についても公表を開始するなど、透明性の向上に努めている。本稿では、S&P の最近の ESG に関する取り組みや、ESG 要因が格付けにどのように関連しているかについて、事例や考え方を含めて解説する。

また、本稿では、ESG 要因を主因とする格付けアクションはどの程度あったか、ESG への取り組みに関し、今後の格付け会社の課題は何か、ということも説明する。分析面では、アナリストの非財務情報分析能力の向上に加え、定量的な評価の難しさなどの課題があると認識する。質と透明性を伴った分析を市場へ提供することが格付け会社に期待される役割であると考え、ESG に関してもデータや企業開示の整備などを踏まえつつ、S&P は今後も対応していくことになるだろう。

1. S&P について

S&P は格付け会社として 150 年以上の歴史がある。グローバルには 120 か国以上の発行体に格付けを付与し、25 以上の国や地域に 1500 人程度のアナリストを擁する。東京での事務所開設は、日本に信用格付け制度が出来た 1985 年である。

現在日本法人で格付けしている事業会社、金融機関、公的部門の発行体数はおよそ 280、ストラクチャード・ファイナンス部門では 300 超の案件に格付けしている。

2. S&P の ESG にかかわる取り組み

1) 市場関係者からの格付け会社に対する疑問・期待

そもそも、格付け会社は ESG に関して何を提供することを求められているのだろうか。社外からの疑問や期待をまとめると以下のようなところではないか。

まず、ESG の時間軸に関する質問をよく受ける。例えば温室効果ガスの排出量の政策的なネットゼロのターゲットは 2050 年に置かれる一方、長期信用格付けのアウトルックが示す時間軸は通常 2 年程度である。キャッシュフローや収益の予測を作る場合も将来の 2,3 年程度である。この期間のギャップがあるので、ESG に関

連するリスクや機会は格付けの想定に入っているか否か、ということ聞かれる。

格付け会社は ESG に関する透明性を高めるべきという期待値もある。これは投資家だけでなく、金融規制当局からの期待でもあると考える。金融市場のインフラの1つとして、持続可能な経済への移行を促す資金供給のため、格付け会社にも役割を求めるものである。特に EU (欧州連合) においては、ESG 要因が格付けアクションの主因となっている場合は、その内容の開示を求める規制が 2020 年から導入された。

また、投資家からは、格付け会社であれば、企業の ESG のリスクや戦略に関しても正しい評価ができるのではないか、という期待を聞くことがある。世の中にいわゆる「ESG 格付け」のように ESG に関する評価がたくさんある中で、信用格付けを通じて発行体と実際に会って、分析している格付けアナリストは、より正しく評価できるはず、と期待していただいているようだ。

2) これまでの取り組み

このような疑問や期待がある中、S&P としては「信用格付けの中の ESG」と「信用格付け以外の ESG 関連評価」という二つの面から取り組みを進めてきた。

本稿では、前者の「信用格付けの中の ESG」に焦点をあてる。後者の「信用格付け以外の ESG 関連評価」というのは、企業の ESG のパフォーマンスを点数化して評価したり、特定のファイナンス案件の評価をしたりするもので、信用格付けには直接関連しない。

グローバルには 2015 年頃から S&P のレポートに ESG という用語が現れ始めた。2019 年頃からは、個別発行体の信用格付けの分析レポートに、ESG の要素を信用格付け分析の中でどう見ているか、という短いパラグラフを追加することを開始した。こうした取り組みを通して整理してきた考え方を格付け規準 (クライテリア) としてまとめたものが 2021 年公表の「信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス (ESG) の原則」である。これはクロスセクターで適用される格付け規準である。

加えて、2021 年終わりからは、各発行体に関する「ESG クレジット・インジケータ」、セクター毎の「マテリアリティ・マップ」といった評価・情報の公表を開始した。S&P はこれらを通して、格付けの中の ESG 要因とはどういうものか、どう分析に影響しているのかということについて、透明化を試みている。

3) 信用格付けにおける ESG の原則

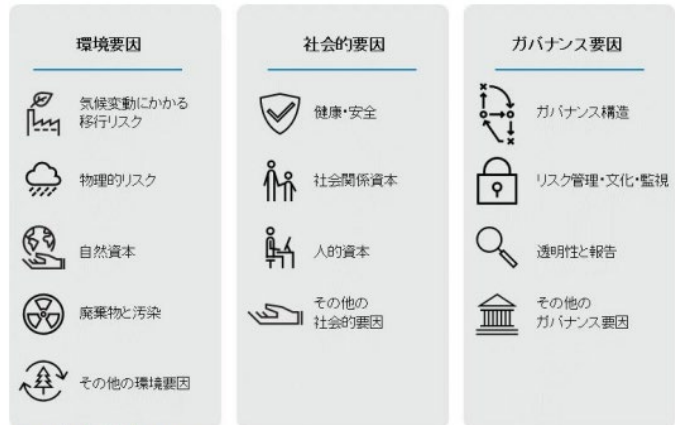
ESG 要因は多様なステークホルダーとの関係において広範囲にわたるものである。S&P が信用格付けの分析上見ているのは、すべての ESG 要因ではなくて、ESG 要因のなかでも信用力に響く要因のみ (図 1 において ESG 要因と信用要因が重なる部分) である。当たり前のようながら、格付け会社と ESG について話す場合、どの範囲を話しているのかを意識しないと、話がかみ合わないことがある。

図 1 ESG 要因と信用要因の交差



ESG=環境・社会・ガバナンス。
出所：S&P グローバル・レーティング

図 2 ESG 関連の信用要因の具体例



ESG=環境・社会・ガバナンス。
出所：S&P グローバル・レーティング

出所：「一般格付け規程：信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス（ESG）の原則」,2021年10月20日

図 2 は信用力に影響を与える ESG 要因の具体例を示す。S&P では、これらの中でも特に E（環境要因）の中の気候変動にかかる移行リスクと物理的リスクは最も重要な要因とみている。E や S（社会的要因）は産業毎のリスクを評価したうえで、個社を評価している。G（ガバナンス要因）については、発行体の所在国の全体的な制度や個社に依存する部分が多いので、国をベースに個別に見ていくというようなアプローチをとっている。

S&P が考える、格付けにおける ESG の原則は以下の 5 項目である。

1. S&P が付与する長期発行体格付けに既定の対象期間はない。
2. ESG 関連の信用要因が信用力に及ぼしうる現在の、または潜在的な影響はセクター、地域、事業体で異なる。
3. ESG 関連の信用要因の方向性と明確さは曖昧で急変しうる。
4. ESG 関連の信用要因による影響は時間とともに変化しうる。これは動的な性質を持つ S&P の信用格付けに反映されている。
5. 信用力と ESG の水準は必ずしも関連しない。

いくつかについて解説を加えたい。1 は前述した投資家の疑問——ESG の時間軸と格付けの時間軸は違うのでは——という疑問に関連して、あらためて宣言されたという面もある。信用格付けに ESG 要因を織り込む場合、財務パフォーマンスに関して、十分に明確な見解を持てると S&P が考える期間においては、具体的定量的な予測を織り込む。一方、具体的予測をたてるにはタイミングや蓋然性が予測しづらい場合、それが明らかになるにつれて織り込んでいくということもある。また、数字がある程度予想できても、財務予測の期間より先に具現化すると思われる場合は定性的に考慮する、ということもあり得る。

3 の曖昧、急変しうるといったことが想定するのは、たとえば異常気象による物理的リスクは発生タイミングや影響の予測が難しい、といったようなことだ。また、環境規制などは政権の交替で大きく転換する可能性もある。

5 については、環境保全に貢献する製品を作っていて、E の面では優れた特性をもつ会社でも、債務負担が非常に重ければ格付けは低いことが予想される、というような例が考えられる。

ESG の要因は、格付け分析の構成要素の色々

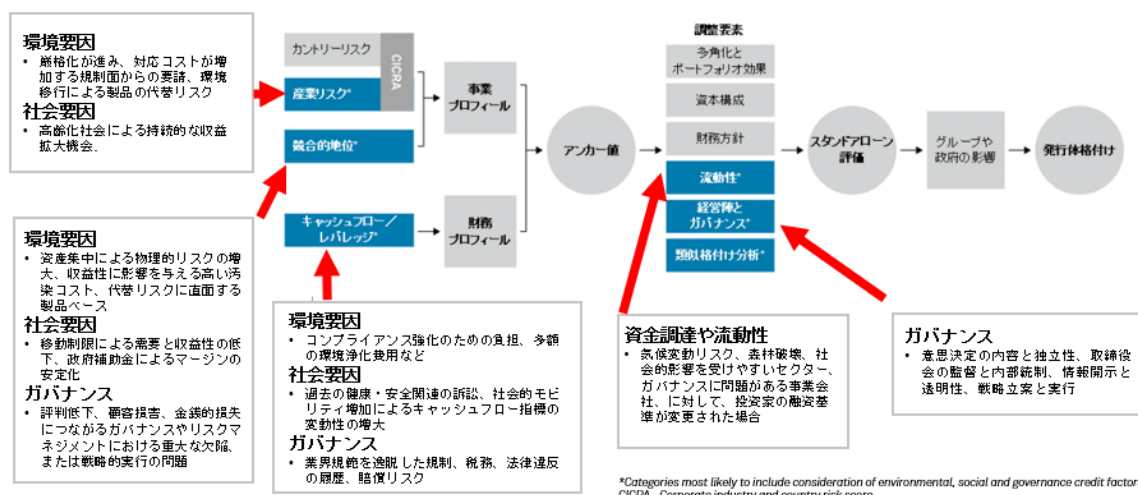
な部分で反映する可能性がある(図3)。たとえば、環境や社会の変化によって業界全体で需要が落ちたり、規制の急変に対応する必要が高まれば、「産業リスク」の評価に影響する。一方、ESG のいずれかに問題ありと認識された企

業に対して投資家や銀行が急激にダイベストメント(すでに投融資している金融資産を引き揚げること)を進めれば、当該企業の流動性の評価に悪影響がでるかもしれない。

図3

事業会社の格付けの枠組み

ESG要因は、格付け規準の多くの要素を通じて、信用力分析に影響を与える(例)



*Categories most likely to include consideration of environmental, social and governance credit factors. CICRA - Corporate industry and country risk score.

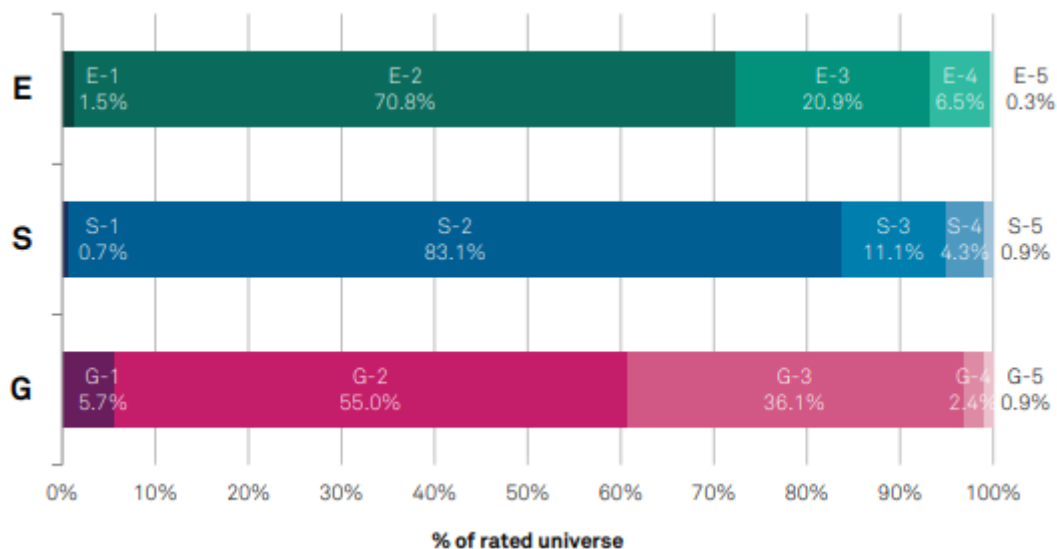
4) ESG クレジット・インジケター

2021 年末に公表を開始した「ESG クレジット・インジケター」は、格付けを決める時のインプット要素ではない。格付けを決めたあと、ESG 要因の信用力への影響を分離し、信用力分析への関連性をよりわかりやすく表現することを目指すものである。格付けの評価項目の色々なところに ESG の要因は影響しうるが、ESG 要因だけ取り出して、まとめてみたら、ネットでプラスに影響しているのか、マイナスに

影響しているのか、中立的なのか、という評価をし、ESG 要因の格付け分析への影響の方向性と度合いを表すことを試みている。

E,S,G のそれぞれに 5 段階評価となっているが、中央値の「3」の評価は「中立的」ではなくて、「ややネガティブ」となっている。これは、信用格付け分析にとって重大な ESG の検討事項は、ポジティブというよりはネガティブな影響を及ぼすことが多い、との S&P の見解を反映している。

図4 グローバル事業会社の ESG クレジット・インジケータの分布



E：環境,S=社会,G=ガバナンス。

1：ポジティブ,2：中立的,3：ややネガティブ,4：ネガティブ,5：非常にネガティブ

出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG In Credit Ratings Newsletter April 2022」, April 21, 2022

グローバルの事業会社の ESG クレジット・インジケータの分布 (図4) をみると,E,S,Gともに「2」,すなわち「中立的」が過半ではあるが,E や G の要素については,格付け上ネガティブ方向の要素となっている先が相応にある。Eでは「E-4」つまり,格付け分析上「ネガティブ」となっている先も 6.5%と,S や G に比べやや高い。逆に,格付け上「ポジティブ」に働いている「1」という評価は,全般に少ない。

インジケータについて,例えば自動車セクターの例をみると,E のインジケータで「3」の「ややネガティブ」の評価が,事業会社セクター全体との比較でより多くなっている (図 5-a)。これは環境規制への対応が主要因で,競争上のリスク要因や財務上の負荷となっていることを示している。ガバナンスも全体に比べると「ややネガティブ」が多い。個社要因の場合もあるが,プライベートエクイティなど,投資期間が限

られるフィナンシャルスポンサーがオーナーであるため,あまり多様なステークホルダーとのバランスを考慮しない経営が行われていることを反映している場合もある。S は中立的が多数であるが,S&P では今後重要性が高まる可能性もあるとみている。自動車の保有意欲の低下などの社会的変化や,自動運転にかかわる損害賠償責任などの重要性が増してくる可能性があるためである。

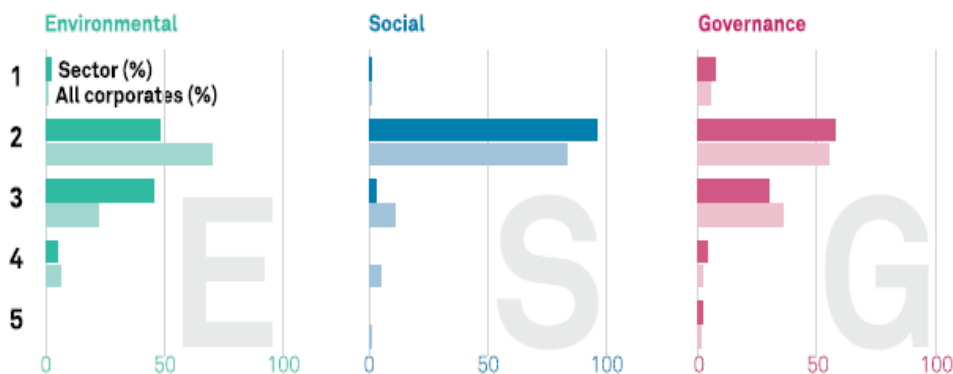
インジケータの特徴あるセクター例として,石油ガス上流の業界がある。このセクターでは,Eは「4」の「ネガティブ」の評価が95%とかなり高い状況になっている (図 5-b)。これは,気候変動に関連して脱化石燃料化が進む中,エネルギー転換のリスクが分析上もネガティブに影響しているためである。一方で,当業界の大手企業の格付けは強い財務によって高く維持されている (例えば Chevron Corp. と Exxon

Mobil Corp.はAA-,Shell plcはA+)。先の「信用格付けにおける ESG の原則」の 5 番にあっ

た「信用力と ESG の水準は必ずしも相関しない」例とも言える。

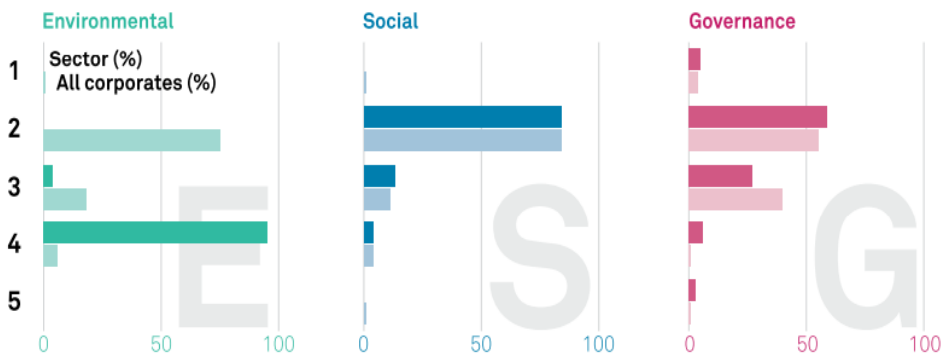
図5 ESG クレジット・インジケータの分布

a.自動車業界



出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG Credit Indicator Report Card : Autos」, Nov. 20, 2021

b. 石油ガス上流業界



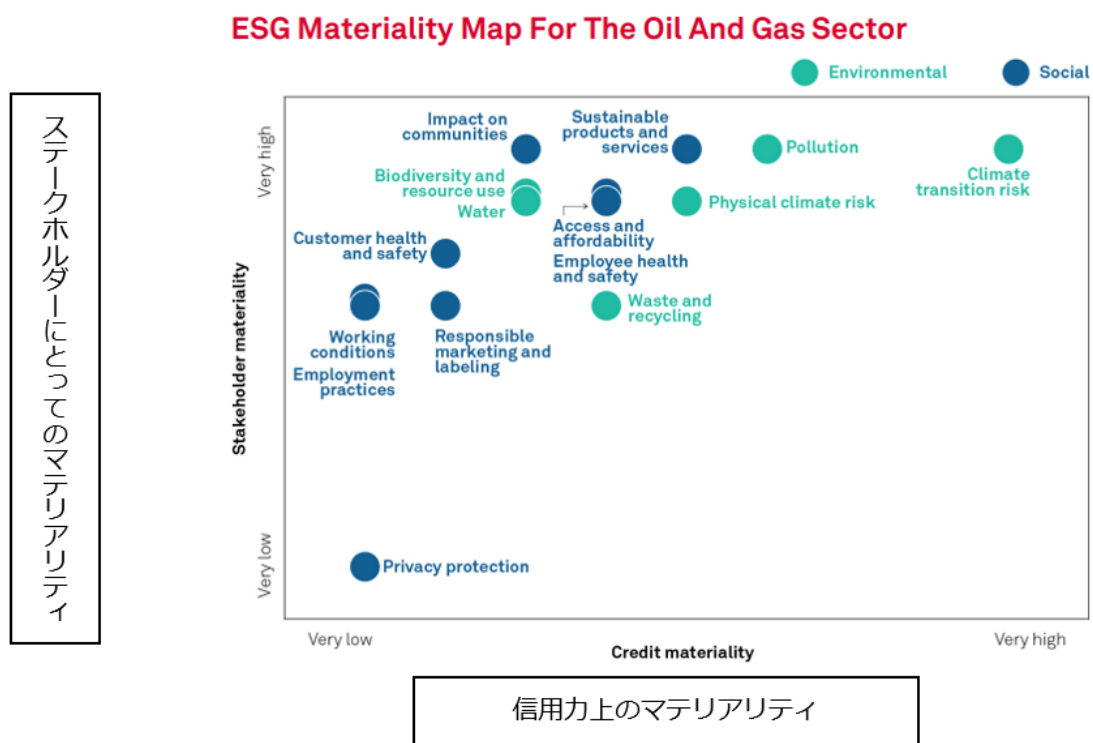
出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG Credit Indicator Report Card : Oil And Gas Upstream And Refining」, Nov. 24, 2021

5) マテリアリティ・マップ

他に,2022年5月からはセクター毎に「マテリアリティ・マップ」という情報を出している。ステークホルダーにとって重要であるとともに,

事業体の財務上も重要なインパクトを持ちうる E と S 要因をセクター毎に特定し,相対的なマテリアリティ (重要性) を概念的に整理して示したものである。

図6 マテリアリティ・マップ (石油ガス業界の例)



出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG Materiality Map Oil And Gas」, May 18,2022

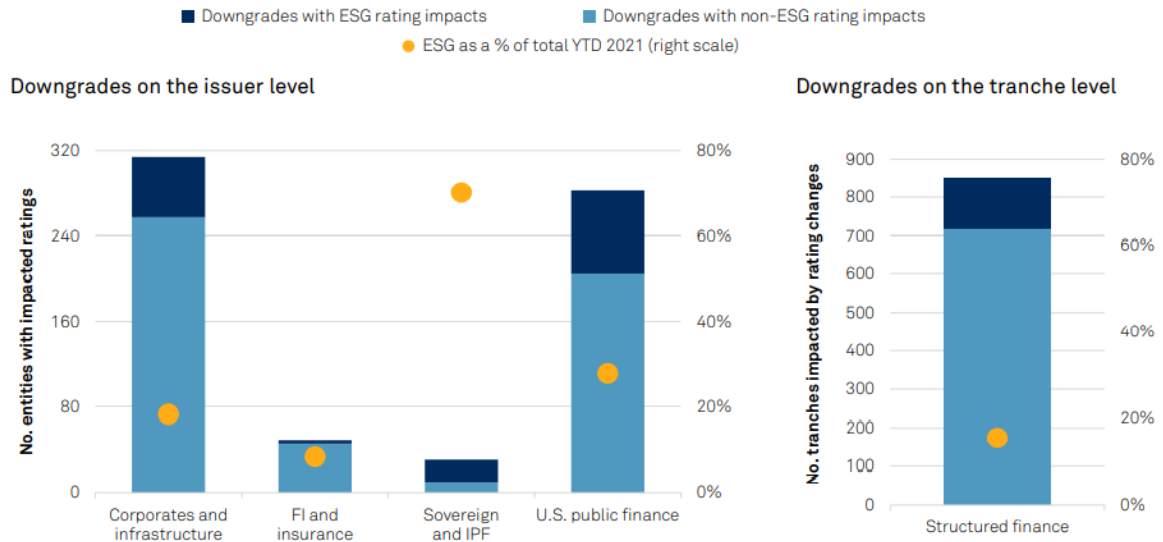
マッピング図では縦軸にすべてのステークホルダーにとってのマテリアリティ,横軸に信用力上のマテリアリティをとっている。例えば,石油ガス業界の例(図6)では左上にプロットされる項目が多い(例:労働環境,水の利用,コミュニティへの影響など)。これは,すべてのステークホルダーにとっては重要な要因であるものの,信用力への影響という意味では相対的な重要度が高くないという要因が多いということを示している。信用格付けのアナリストとしては,相対的に信用力上のマテリアリティが大きいと思われる要因(例:気候変動にかかる移行リスク,汚染など)について,重点的に発行体とコミュニケーションをしていくことになるだろう。

3. ESG と格付けアクション

ESG の要因は実際どの程度格付けアクションに影響しているのか。2021年にはESG 要因がドライバーとなった格付けアクション(格付け・アウトルックの変更,クレジットウォッチへの掲載)はグローバルで550件だった。うち約8割の451件はネガティブ方向のアクションであった。

要因別ではSが一番多かった。新型コロナウイルスによるパンデミックをS&Pは社会的要因の「健康・安全」と結び付けていることを踏まえ,コロナ禍により直接的影響を受けた格付けアクションをS要因と分類していたためと考えられる。

図7 格下げのうち ESG 要因によるもの（紺色（濃色部分））とよらないもの（青色（淡色部分））
（2021年1月-12月）



注：2021年1月から12月の格下げ。ストラクチャード・ファイナンスの債券・トランシェを除いては発行体ベース（子会社を除く親会社のみ）。

出所：S&P グローバル・レーティング 「ESG In Credit Ratings Newsletter January 2022」, January 27, 2022

図7はセクター毎の格下げのうち、ESG 要因によるものとそうでないもの、ESG 要因がドライバーとなった格下げの比率を示す。ソブリン・IPF（公的部門）を除き、格下げのうち、ESG 要因がドライバーとなった比率は、全格下げの2割前後となっている。ソブリン・IPFではESG 要因による格下げ比率が他のセクターよりかなり高い。これは、コロナ禍による経済・財政へのダメージ（S 要因）や、特に途上国においての個別のガバナンスの問題の発生（G 要因）などを反映している。

ESG 要因がその格付けアクションの主要ドライバーとなっている場合、S&P はドライバーとなっている ESG の特定の項目を格付けアクションのリリースなどの公表物に記載し、説明を加えている。

4. まとめ：格付け会社の今後の課題

こうした ESG への取り組みは、振り返れば格付け会社の歴史の中でも一つの大きな転換点となるのではないかと。S&P としても対応を進める中、格付け会社の今後の課題も明らかになりつつある。

まずは、アナリストのアップスキルである。ESG の重要性が増し、説明の透明性が求められるなか、アナリストは非財務情報についても、必然的に知識や分析力を付けていく必要がある。実際、S&P でも特にこの2-3年はEやS、サイバーリスク関連の研修等に時間を費やしている。また、ガバナンスに関しては伝統的に独立した評価要素としてきたが、潜在的なリスクをとらえる重要性は増している。近年ガバナンスに対する市場の期待値も高まっていることに加え、情報公開も進んできたため、問題が起こった場合のインパクトも増している感がある。

二点目として,ESG の影響について透明性を高めるため,格付け会社の説明や開示等にも工夫が必要である。一方で,多岐にわたる ESG 要素の複雑さ,データの制約や時間軸の長さなどにおいて,定量的に説明を行うことは難しい。企業の開示も進んできてはいるが,質量,比較可能性などの面で,データ整備などの前提が整う必要もあるだろう。また,格付け会社が格付けを付与すること以上に,ESG に関連してどのような説明を行うことが正解なのかは,市場の要請に合わせて変わっていく可能性もある。

三点目として,具体的な金融商品の評価においても,考え方の整理が必要となってきた。例えば,サステナビリティ指標で金利が変動するような債券はどこまで格付けできるのか。また,そのような商品がハイブリッド債であれば,資本性は評価できるのか,といった検討をする必要がでてきている。最後に,「信用格付けの中の ESG」と,いわゆる「ESG 格付け」の違いについて繰り返し説明をする必要があると感じている。この二つは,先の ESG の原則の考え方にあるように,評価のスコープが異なるが,混同されがちである。

これらの課題認識を持ちつつも,ESG 関連の分析の質を高め,透明性をもって市場へ情報提供することが格付け会社の役割であると考えている。今後もデータや企業開示の整備,制度面の進化などを踏まえつつ S&P も対応していくことになるだろう。

参考文献

- European Securities and Markets Authority , 「Final Report Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Rating Agencies」,2019年7月18日
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320_final_report_guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies.pdf
- S&P グローバル・レーティング, 「一般格付け規準:信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス (ESG) の原則」,2021年10月20日
<https://disclosure.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/delegate/getPDF?articleId=2812423&type=COMMENT&subType=CRITERIA>
- S&P グローバル・レーティング, 「格付け規準 | 事業会社 | 事業会社の格付手法」,2013年12月20日
<https://disclosure.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/delegate/getPDF?articleId=2774481&type=COMMENT&subType=CRITERIA>
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG In Credit Ratings Newsletter April 2022」,2022年4月21日
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG Credit Indicator Report Card : Autos」,2021年11月20日
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG In Credit Indicator Report Card : Oil And Gas Upstream And Refining」,2021年11月24日
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG Materiality Map: Oil And Gas」,2022年5月18日
- S&P グローバル・レーティング, 「ESG In Credit Ratings Newsletter January 2022」,2022年1月27日

企業グループの格付

久保田 穰（大和証券 上席審議役）

【要 約】

格付会社は、企業グループに属する会社の個社評価にあたって、“グループ信用力”という考え方を利用する場合がある。これは一部格付会社により、便宜的に用いられる概念であるが、グループ会社間の相互関係は企業グループの個社の信用力を分析する際に、格付会社に共通してみられる検討事項である。

一般的に、企業グループの親会社の信用力は、その傘下会社を含めた信用力に等しく、こうした親会社の格付がグループの信用力を構成するといえる。親会社がグループの持株会社である場合も、グループの信用力が持株会社の信用力に相当する。通常、事業会社グループの持株会社の格付は、グループの信用力と同等とみられている。一方で、金融機関グループの持株会社の格付はグループの信用力を象徴する主要な子会社金融機関の格付を下回ることがある。そのような判断をする際には、“構造劣後性”の概念や“ダブルレバレッジ（比率）”の考え方が用いられることがある。

企業グループの傘下会社（子会社等）の格付では、親会社やグループの信用力をベースとして傘下会社の信用力を決めるトップダウンアプローチと、傘下会社自体の評価を重視して親会社やグループの信用力を加味するボトムアップアプローチのいずれかが適用される。どのような場合にどちらのアプローチが採用されるかはそれぞれの格付会社の格付方法によって異なるが、いずれにせよ原則として、子会社等グループの傘下会社の格付は、親会社の格付若しくはグループの信用力を上回れない。

非金融事業を主力事業とする企業グループ内の金融事業の評価の取り扱いは、そのような企業グループの信用力を検討する際の重要なポイントとなることがある。格付会社はその評価分析に関して、様々な工夫をしているがケースバイケースで判断されていることが多く、キャプティブファイナンス事業がグループの非金融事業親会社等の信用力に一定程度の影響を及ぼすと考えられる場合のアプローチを除いて、体系的に確立されたアプローチは存在しないという点に課題が残る。

はじめに

本報告においては、格付における企業グループの信用力という観点について、各格付会社のアプローチの紹介と、その論点についての若干の整理をしたい。まず、企業グループ全体の信用力やグループ会社間の相互関係を格付会社がど

う捉えているかについて、「1. グループ信用力という考え方」で説明する。次に、「2. 親会社と持株会社の格付の一般的な考え方」でグループの親会社（および持株会社）の信用力（若しくは格付）について、「3. 傘下会社（子会社等）の格付の一般的な考え方」でグループの傘下会社（子会社等）の信用力について、それぞれグループに属している個別の会社の格付評価を、格付

会社がどのように評価しているのか確認する。そして最後に、「4. 金融/非金融複合事業グループの評価」で、金融と非金融にまたがる複数の事業に関わっている企業グループの評価における課題について言及する。企業グループの信用力の評価は、概念的には直感的な理解が容易であるものの、格付分析における具体的な方法論までが知られることの少ない分野である。それは恐らく格付会社にとっても企業グループの信用力を画一的な格付方法で説明するのが困難であることを意味する。しかし、格付対象となる会社の多くが何らかの企業グループに属しているという現実を踏まえると、この論点についての活発な議論がもっとあっても良いと考える。本報告では、格付会社が企業グループの信用力について考えるうえでのポイントに焦点をあてることで、将来的に、学術的な研究が発展することの契機となることを期待したい。

1. グループ信用力という考え方

企業グループの信用力が、なぜ、格付分析において重要になるかという背景として、一般的に、格付対象の会社が企業グループに属していることがしばしばあるという実態がある。こうした企業グループに属している会社に格付を付与するにあたって、格付対象個社の事業リスクや財務リスクの評価に加えて、グループに属することの信用力への影響をいかに反映するのが適切かということが論点となる。これが、企業グループの信用力が格付分析において考慮される理由である。

格付会社によっては、このようなグループに属する会社の個社の評価にあたって、“グループ信用力”という考え方を利用する場合がある。企業グループの信用力という一般的かつ直感的概念に沿った考え方である。しかし、こうした考え方は、JCRとR&IとS&Pの格付方法においてこ

そ顕著であるが、Moody'sとFitchは“グループ信用力”という概念を用いて格付の説明することはない。両社では、グループの信用力という概念を用いずに親会社と子会社等傘下会社間のサポート関係に焦点を絞った分析がなされている。したがって、JCRとR&IとS&Pが、“グループ信用力”という概念的な信用力の基準を中心として、企業グループの個社の信用力水準や格付を論じるのに対して、Moody'sとFitchは企業グループ内各社の相互関係で考える。こうしたことから、グループ信用力とはグループに属する個社の格付付与にあたって、一部の格付会社により、便宜的に用いられる概念であると整理できる。ただし、グループ会社間の相互関係は企業グループの個社の信用力を分析する際に、格付会社に共通してみられる検討事項と捉えるべきである。なお、“グループ信用力”という考え方は、格付とは異なる便宜的な概念であることから、その定義は曖昧で、グループの範囲の考え方も、利用する格付会社によって異なり、ケース・バイ・ケースで柔軟かつ裁量的に判断されることが多いと思われる。原則的には、グループとして認識する範囲は、親会社等とその連結子会社で構成される連結企業グループといえるが、持分法適用関連会社などのリスクがグループに重要な影響を及ぼす可能性があれば、それらの会社もグループ範囲に含めることが適宜検討されるということになる。

2. 親会社と持株会社の格付の一般的な考え方

前述のとおり、“グループ信用力”は、格付とは異なる便宜的な概念であり、実際に格付を付与される対象は、企業グループに属している個別の会社となる。代表的な格付対象としては、企業グループの親会社や持株会社があるが、一般的に、親会社の信用力はその傘下会社を含めた信用力に等しく、こうしたグループ信用力が親会

社の格付を構成するといえる。そして、親会社がグループの持株会社である場合も、グループの信用力が持株会社の信用力に相当するということになる。このように、グループの一体性や、親会社（持株会社）のグループの傘下会社をコントロールする力（グループ支配力）に懸念がなければ、親会社（持株会社）の発行体格付は基本的にグループ信用力と同等とみなされる。ただし、親会社の中には、自らは固有の事業活動を行わず、業務範囲がグループの経営管理機能等に限定されている純粋持株会社や、グループ全体のごく一部の事業しか行っていない事業持株会社等の形態もある。これらの持株会社の単体の財務内容に着目した場合、キャッシュフロー創出力に対して過大な有利子負債があるなど双方のバランスに弱みがあると判断される結果、その持株会社の単体の信用力がグループの信用力より低い評価になるということもありえる。このような持株会社の信用力について、（非金融事業に特化した）事業会社グループの持株会社の格付と、（金融事業に特化した）金融機関グループの持株会社の格付に分けて考え方を整理する。

まず、事業会社グループの持株会社の格付について考えてみると、一般的に、格付会社は、持株会社単体のキャッシュフロー創出力に加えたグループ全体のキャッシュフロー創出力と、持株会社のグループ支配力やグループの一体性の強弱の評価を重視している。仮に持株会社単体のキャッシュフロー創出力や損益・財務に多少の弱みがあるとみられる場合でも、グループ全体のキャッシュフロー創出力が潤沢で、かつグループ支配力やグループの一体性が強いと考えられる場合には、子会社等傘下会社から導き出されるキャッシュフローを持株会社の財務運営にタイムリーに活用することができるため持株会社の信用力に懸念は生じないと評価される。その際に、グループ支配力やグループの一体性の

強弱をどう判断するかという基準が必要になるが、例えば、JCR の格付方法を見ると、グループ支配力の判断基準として、「持株会社の設立目的、子会社への出資比率や人的関係など持株会社の子会社経営への関与状況、持株会社が子会社に対して有する権限の強さ」という点を挙げている。出資比率を除き、これらの項目はいずれも定性的な判断に委ねられているが、結果として、格付対象となる事業会社グループの持株会社のグループ支配力が弱いとみなされることは減多にないようである。実際に、格付会社は事業会社グループの持株会社の格付をグループの信用力と同等とみている例が多く、JCR や R&I の日本の事業会社グループの格付先で、その点に差異があるとされている事例は筆者が知る限り現時点で存在しない。

一方、金融機関グループの持株会社の格付について、銀行や、保険会社または証券会社等を中核とするグループ（すなわち金融機関グループ）の持株会社の場合は、各業界の業法などで定められた健全性規制などの規制上の制約が重視されるという点で、事業会社グループとは置かれた状況が異なる。こうした規制によって、金融事業子会社等から持株会社へのキャッシュフローが制約される可能性が大きくなる、即ち、信用力を判断する側からすると持株会社の財務運営に子会社のキャッシュフローを活用することができないという懸念につながる。また、金融機関の破綻処理制度などを考慮した場合、持株会社では傘下の金融機関に比べて、デフォルトや最終的な損失の負担割合が大きくなる可能性があることも容易に想定される。これら金融機関グループに特徴的な事情を勘案した場合、銀行・保険・証券等の持株会社の格付では、持株会社とグループの信用力を象徴する主要な金融事業子会社等の格付にノッチ差が生じる可能性が存在することになる。そして実際に、金融機関グループ

の持株会社の格付が主要な金融事業子会社等の格付を下回っている(ノッチダウンされている) 例が多数存在している。

表1：金融機関グループの持株会社と主要な金融事業子会社等の長期格付

持株会社 主要子会社	長期格付（発行体/預金/シニア債務/保険財務格付）			
	JCR	R&I	S&P	Moody's
三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	AA-/安定的	A+/ポジティブ	A-/安定的	A1/安定的
三菱 UFJ 銀行	AA/安定的	AA-/ポジティブ	A/安定的	A1/安定的
みずほフィナンシャルグループ	AA-/安定的	A+/ポジティブ	A-/安定的	A1/安定的
みずほ銀行	AA/安定的	AA-/ポジティブ	A/安定的	A1/安定的
三井住友フィナンシャルグループ	AA-/安定的	A+/ポジティブ	A-/安定的	A1/安定的
三井住友銀行	AA/安定的	AA-/ポジティブ	A/安定的	A1/安定的
三井住友トラスト・ホールディングス	AA-/ポジティブ	A+/安定的		
三井住友信託銀行	AA-/ポジティブ	AA-/安定的	A/安定的	A1/安定的
りそなホールディングス		A+/安定的		
りそな銀行	AA-/ポジティブ	AA-/安定的	A/安定的	A2/安定的
第一生命ホールディングス	A+/ポジティブ			
第一生命保険	AA-/ポジティブ	AA-/ポジティブ	A+/安定的	A1/安定的
MS&ADインシュアランスグループホールディングス	AA/安定的			
三井住友海上火災保険	AA+/安定的	AA/安定的	A+/安定的	A1/安定的

(注：格付は2022年12月末日時点。各グループの主要な子会社金融機関のうち、参照目的のために1社のみを選出。)

上の図表では、このような事例として、メガバンクグループや大手生損保グループ等の持株会社と主要な金融事業子会社等の長期格付を示しており、多くの例で持株会社の格付が子会社の格付を下回っていることが確認できる。(なお、持株会社が格付を取得していない例も含まれる。また、Moody's のメガバンクグループの格付で、金融事業子会社の格付に差が生じていないのは、いずれの持株会社に対しても日本政府からの潜在的なサポートが、金融事業子会社に対するサポートと同様に期待できるという見方によると推察される。)

このように金融機関グループの持株会社の格付が金融事業子会社の格付を下回る可能性を検討する際には、“構造劣後性”という用語が使われることが多い。この“構造劣後性”とは、キャッシュフロー収入を子会社からの配当に依存しつつ、単体として有利子負債を抱える持株会社の債権者は、破綻時の子会社の資産に対する請求

権に関して、子会社の債権者に（企業グループの構造上の関係に基づいて実質的に）劣後した状態にあることを指す。このような構造的な債権の劣後性は、万が一の金融機関グループの破綻処理の過程においても考慮される可能性があるということが格付較差の理由として挙げられる。そして、この構造劣後性の程度を測定するための定量的な指標として、持株会社の子会社に対する出資額を持株会社単体の株式等資本で割った“ダブルレバレッジ（比率）”という概念が知られている。“ダブルレバレッジ”とは、持株会社が子会社の株式等を外部負債により取得して、子会社が更に外部負債を調達している二重の債務構造を指し、持株会社の構造劣後性を強める要因になると一般的に格付会社によって指摘されている。特に事業からのキャッシュフローを持たない（即ち、配当以外の安定的な収入を持たない）グループの持株会社が、外部からの有利子負債によって子会社の株式を取得するなどして、

結果としてダブルレバレッジが高くなっている場合には、支払い金利等のキャッシュのアウトフローを賄えなくなる可能性が高まるという評価になる。このことから、一般的に、ダブルレバレッジ（比率）が高い場合には、主要な子会社金融機関の格付から持株会社の格付がノッチダウンされる可能性が高まることになる。なお、こうした比率が強く意識されるのは金融機関グループの構造劣後性に注目する場合であって、事業会社グループの持株会社の信用力評価においてはダブルレバレッジ（比率）の水準が、それほど重視されることはない。これは、前述のとおり、事業会社グループの場合には、金融機関グループのような規制上の制約の影響を考慮する必要がないうえ、持株会社のグループ支配力やグループの一体性が強いとみなされることが多いためと思われる。以上が事業会社グループと金融機関グループで整理した、親会社および持株会社の格付の評価方法ということになる。

3. 傘下会社（子会社等）の格付の一般的な考え方

親会社や持株会社と並んで、企業グループにおける典型的な格付対象となるのは主要な子会社等傘下会社である。子会社に代表されるグループの傘下会社の格付は、傘下会社自体の信用力と、親会社およびグループの信用力とのどちらを重視するのかという観点で、そのバランスがポイントになる。格付のアプローチとしては、傘下会社自体の評価を重視して、これに親会社やグループの信用力を加味するボトムアップアプローチと、親会社やグループの信用力をベースとして、傘下会社の信用力を決めるトップダウンアプローチの2通りがある。

JCRは、企業グループの「傘下会社の格付については原則、トップダウンアプローチを採用する」とし、傘下会社の長期発行体格付は、企業グ

ループによる傘下会社への支援の蓋然性、傘下会社の単独信用力（スタンドアロン評価）、企業グループの信用力を考慮するとしている。「企業グループによる傘下会社への支援の蓋然性」を判断するにあたっては、「企業グループの傘下会社への支配・関与度」と、「企業グループにおける経営的重要度」が考慮される。また、金融機関グループの傘下会社の評価にあたっては、トップダウンアプローチとボトムアップアプローチの双方の使い分けを検討するとしており、いずれの場合においても「傘下会社の重要性」や、「傘下会社の単独信用力」、「グループ信用力」、「傘下会社の規模」といった4つの要素が考慮される。

R&Iの場合は、「子会社等の債務の返済者はあくまで当該会社自身であることから、当該会社自身の事業リスク評価・財務リスク評価を踏まえたスタンドアロンの評価をベースに考える」として、ボトムアップアプローチが原則というスタンスをとっている。そのうえで、「グループに属していることの有形・無形の事業・財務への効果、グループ内における位置づけはスタンドアロン評価に含めて評価する」としている。ボトムアップアプローチといっても、スタンドアロン評価に既にグループに属していることの効果が反映されているという点で、“スタンドアロン”という用語の意味するところには留意が必要といえる。子会社等（傘下会社）のグループ内の位置づけを判断する際の検討要素としては、「親会社等のグループにおける当該会社の役割や経営戦略上の必要性、事業上のつながり」と、「親会社等によるガバナンスの状況（議決権所有割合や経営管理面など）」、また「子会社等が経営悪化や破綻に陥った時の親会社等のグループに与える影響と支援姿勢」の3つの要素を示している。これらの視点は基本的にJCRが「企業グループによる傘下会社への支援の蓋然

性」を判断するにあたって考慮する「企業グループの傘下会社への支配・関与度」と「企業グループにおける経営的重要度」の考え方に相通ずる点があると思われる。R&Iの場合は、このように、スタンドアローンからのボトムアップアプローチを原則とするが、例外的に、「資本関係や事業の状況から（グループとその子会社の）経営の一体性などが非常に強いと判断すれば、グループ信用力をそのまま反映、ないし連動する形で子会社等の格付を付与することがある」として分析方法の柔軟性を確保している。S&Pも、子会社等グループの傘下会社（グループメンバー）のグループ内での位置づけに応じてトップダウンアプローチとボトムアップアプロ

ーチの双方の考え方を併用している。S&Pにおいて特徴的なのは、グループ内での位置づけを5段階に分けて、その評価に応じて、（グループ信用力評価からの）トップダウンアプローチや（スタンドアローン評価からの）ボトムアップアプローチ、および子会社等傘下会社の格付へのグループの信用力の影響やノッチ幅を格付方法で明確にしているということである。下の表は「グループ内での位置づけ」に応じた子会社等傘下会社（グループメンバー）の格付の、グループ信用力評価およびスタンドアローン評価との関係で、ノッチ調整幅についても言及がなされている。

表2：S&Pが企業グループ傘下会社を評価する際のグループ内位置づけ区分と評価基準

グループ内での位置づけ	(潜在的な) 長期発行体格付
中核 (core)	グループ信用力評価(GCP)と同水準
戦略的に非常に重要 (highly strategic)	グループ信用力評価(GCP)を1ノッチ下回る。但し、スタンドアローン評価 (SACP)がGCPと同様またはそれより高い場合はGCPと同等
戦略的に重要 (strategic important)	SACPを3ノッチ上回る(GCPを1ノッチ下回る水準が上限)、但し、SACPがGCPと同等以上であった場合には、GCPと同等となる
戦略的にやや重要 (moderately strategic)	SACPを1ノッチ上回る(GCPを1ノッチ下回る水準が上限)、但し、SACPがGCPと同等以上であった場合には、GCPと同等となる
戦略外 (nonstrategic)	SACPと同水準(GCPが上限)

なお、いずれの場合も、何らかのかたちで「GCP」、すなわちグループ信用力評価の制約を受けることになっていて、一番下の「戦略外」という位置づけになった場合でも、グループ信用力評価が上限になるとされている。この S&P の評価方法のように、子会社等傘下会社の格付とグループ信用力の関係についての一般的な考え方は、原則として、子会社等傘下会社の格付はグループの信用力や親会社（持株会社）の格付を上回れないというものである。これは、グループ信用力の評価が子会社等傘下会社のスタンドアロー

ン評価を上回るだけでなく、その逆の時にも当てはまり、その場合は、子会社等傘下会社の格付はいくらスタンドアローン評価が高くてもグループ信用力評価の水準に制約される。こうした原則の理由としては、傘下会社には親会社による経営の介入があり、様々な取引を通じて、直接的または間接的に傘下会社の利益が管理されるということや、親会社が持つ議決権の所有状況次第で完全子会社化や吸収合併される可能性が潜在的にあるほか、他のグループ会社への支援などを強いられる可能性があることなどが挙

げられる。このように一般的に子会社等傘下会社は親会社の支配下にあるために、完全に独立した会社とは言い難い。持分法適用関連会社で、グループの事業と関連性が薄く、独立性が高い場合は個々の判断になるが、それでもガバナンスやグループのリスクが及ぶ影響の実態を鑑みた場合に格付が制限される可能性があるといえる。

一方で、子会社等傘下会社のスタンドアローンの信用力が親会社やグループの信用力評価を上回っていることを所与の前提として、親会社の格付やグループの信用力を子会社等傘下会社の格付が上回ることも例外的にあり得る。その条件として、まず、ガバナンスの状況や経営の独立性が必要となる。上場しているか非上場かという点が影響を与えるかと問われることが良くあるが、一般的に、子会社等傘下会社が上場しているという事実は一つの考慮事項ではあるものの、それだけでは十分とはいえず、傘下会社とグループの関係性が希薄である場合にのみ経営の独立性が認められるというのが格付会社の見方である。また、規制や法制度の面で、子会社等傘下会社から親会社やグループ会社への配当などで資金の流出が起こる可能性が極めて低い場合にも、そのような例外的な格付の付与が検討可能といえる。こうした状況では、グループのリスクが遮断されていると判断される可能性があるためである。

前述したとおり、Moody's は、グループの信用力よりグループ内各社の相互関係に焦点を絞って考慮している。明示的にグループ信用力という概念に言及されることはないが、子会社等傘下会社の格付評価において、(金融保証を特に提供していない) 親会社や関係会社の相対的に高い信用力を反映するアプローチというものは存在している。このアプローチは、信用補完提供者の信用力と意思に基づいた信用補完の可能性と、

信用補完を提供される側の信用力、そして双方の信用力の関連性を考慮する。このように Moody's はグループ信用力の概念を用いていないため、S&P の格付方法で想定されるように、グループ内での位置づけが「中核」と位置付けられて、子会社等傘下会社がグループ信用力(言い換えれば親会社等)と同水準の信用力を有していると評価されることは基本的にないといえる。ただし、キャプティブファイナンス子会社やグループファイナンスを統括する子会社等、親会社や持株会社にとって戦略的に重要なファイナンス子会社では、親会社等の信用力と同水準とみなされる場合が例外的にある。また、親会社等の金融保証が存在する場合には、ここで説明をしたような支援の可能性を検討するアプローチではなく保証契約に基づき親会社の信用力に代替されるとみなすため、子会社等傘下会社の信用力が親会社の信用力と同水準となることがありえる。

4. 金融/非金融複合事業グループの評価

ここまで、企業グループにおいて、持株会社を含む親会社や、子会社等グループの傘下会社の評価についてのアプローチを説明する際に、状況に応じて事業会社グループと金融機関グループに分けて考えてきた。このように、事業会社格付と金融機関格付では分析の視点や格付方法が異なることも多く、格付会社の担当部やアナリスト、また格付委員会も事業会社部門と金融機関部門で分かれていることがしばしばあるのが実情である。しかし、実際の企業グループを想定した場合に、現実としては非金融事業と金融事業を兼業するグループが存在するのも事実であり、このような企業グループにグループ評価の概念を適用したうえで、そこに属する会社を評価するには、企業グループの実態にあった様々なアプローチがとられる。このようなケー

スを大きく分類すると、非金融事業を主力事業とするグループが子会社や一部門で金融事業を営む場合と、金融事業を主力事業とするグループが子会社等で非金融事業を営む場合がある。ただし、後者が格付の議論の検討対象になることは多くない。この理由として、銀行や保険会社など金融機関には、関連業法等で業務範囲や子会社の議決権保有制限などが課されていることや、非金融事業を営む会社を保有していたとしても（金融機関グループ全体の事業規模に比べて）通常規模が極めて小さいため、グループの信用力に大きな影響を与えることがないということが考えられる。また、そもそもそのような非金融事業を営む会社が格付を取得する必要もないというのも背景の一つである。そこで、ここでは非金融事業を主力事業とするグループが子会社や一部門で金融事業を営む場合のみに焦点をあてる。

こうした非金融事業を主力事業とする企業グループ内の金融事業の評価の取り扱い、そのような企業グループの信用力を検討する際の重要なポイントとなることもあり、格付会社はその評価分析に関して様々な工夫をしている。金融事業と非金融事業を一体的に総合評価するアプローチもあるが、両事業ではバランスシートや損益計算書、およびキャッシュフロー計算書等の財務項目の特徴が異なるので、金融事業関連の財務数値を連結財務諸表から除外するというアプローチや、金融事業と非金融事業を別々に評価したうえで、それらの評価をそれぞれの利益水準など何等かのウェイトで加重平均するというアプローチがとられることもある。また、定量面ではそうした調整をする一方で、定性面では両事業のシナジー効果や相互依存関係を考慮するという手法がとられることも多い。こうした手法は概念的には受け入れやすく、金融事業と非金融事業という異なる性質の財務数値を

分離するという点で、実務的にも財務分析や信用力評価の議論を容易にする。しかし、これらの手法は体系的に確立されたものではなく、ケースバイケースで判断されていることが多い。そのため、実際の信用力の高低および安定性といった観点から考えた場合に、こうした手法の妥当性についての理論的根拠は乏しく、またデフォルト率等のヒストリカルデータや実例に基づいた検証も十分とは言い難い。

一方で、実例というより経験則に基づいた考え方であるが、ある程度体系的に格付方法が定まった分野もある。大型耐久財のメーカー等、非金融事業を主力事業とする企業グループ内に、比較的大規模なキャプティブファイナンス事業を行う金融子会社等が存在していて、そのキャプティブファイナンス事業がグループの非金融事業親会社等の信用力に一定程度の影響を及ぼすと考えられる場合のS&PやMoody'sのアプローチがそれにあたる。その場合、S&Pは当該キャプティブファイナンス事業のリスクプロファイルが親会社等の信用力やグループ信用力に及ぼす影響を考慮し、またMoody'sは資本と流動性の観点から親会社等がキャプティブファイナンス事業を行う金融子会社等に支援を行う結果、親会社等の信用力にかかる負担についての分析を、それぞれ格付方法に定められた特定のアプローチで検討する。ただし、こうしたアプローチはキャプティブファイナンス事業に限ったものであり、非金融事業を主力事業とする企業グループ内の金融事業の評価の取り扱い全般に適用されるような確立したアプローチは存在しないという点に課題が残る。

まとめ

最後に、本報告において取り上げた、各論点項目とキーワードを整理しつつ、残された課題について言及する。まず、グループに属している影

響を各格付会社がどのように評価しているかという点について、グループ信用力を用いるアプローチとグループ内各社の相互関係のみを考慮するアプローチがあり、グループ信用力を用いるアプローチに関してはグループの範囲をどう規定するかという点や、グループの信用力と発行体格付の関係に関するアプローチが論点となる。グループ信用力を用いるアプローチにおける、親会社の信用力については、グループ信用力をそのまま反映するといった場合と、構造劣後性を考慮する場合があります、後者では、ダブルレバレッジ（比率）が参照されることがある。また、子会社を含めた傘下会社（グループメンバー）の信用力については、グループ信用力や親会社の格付からのトップダウンアプローチと子会社や傘下会社の単体信用力（スタンドアローン評価）からのボトムアップアプローチの2つのアプローチが併用される。その際に傘下会社の位置づけが重要になる。この点は、いずれのアプローチにせよ、グループの信用力がどう作用し、傘下会社の単体信用力と発行体格付の水準にどのような影響が生じているかという点などについて透明性の高い説明が常に期待される場所である。金融事業と非金融事業を兼業する企業グループやそこに属する会社をどのように評価するか、という点については、両事業を一体評価するアプローチと、金融事業の財務数値をグループの連結数値から分離して個別に評価するアプローチがある。その一方で、金融事業を切り離し個別に評価するアプローチの場合も、グループの信用力を考える上で、金融事業の信用力が定性的に反映されることもあり、一体評価と個別評価いずれの場合もこうした定性評価に関する格付会社の考え方が、分かり易い形で市場参加者と共有されていくことが望ましい。いずれの論点項目の課題についても、格付分析の透明性を高めるためにも、格付会社が格付方法を通じ

て、市場に積極的に説明していくことが求められる。格付方法は、元来、主観的で定性的な格付の概念を格付会社が体系的に整理したものに過ぎない。対して、格付が客観的で定量的なものと誤解している市場参加者が多いのも事実である。格付会社による格付分析の質的向上と情報開示に関する弛まぬ努力があれば、こうした溝も徐々に埋まっていくことになるであろう。

参考文献

- 久保田穰「格付分析の教科書」日本橋出版（2021年11月30日）
- JCR「コーポレート等の信用格付方法」（2014年11月7日）
- JCR「持株会社の格付方法」（2015年1月26日）
- JCR「企業グループの傘下会社の格付方法」（2022年9月1日）
- R&I「格付方法：事業法人等の信用格付の基本的な考え方」（2021年6月1日）
- R&I「グループ企業の格付の考え方」（2022年3月8日）
- R&I「持株会社の格付の考え方」（2022年3月8日）
- S&P「格付け規準 | 事業会社 | 一般：事業会社の格付け手法」（2013年12月20日）
- S&P「一般格付け規準：グループ格付け手法」（2019年10月1日）
- S&P「格付け規準 | 事業会社 | 一般：販売金融（キャプティブ・ファイナンス）事業が事業会社に及ぼす影響の評価手法」（2015年12月22日）
- Moody's「格付手法：事業会社の金融子会社」（2019年8月20日）
- Moody's「クロスセクター格付手法：非保証子会社の格付：親会社からの法的拘束力のある信用補完がない子会社の格付上の考慮事項」（2010年9月30日）

【研究論文】

サステナブルファイナンスにおける格付会社の役割

香月 康伸（みずほ証券）

【要 約】

いまやメインストリームとなりつつある ESG 投資と、格付会社を含む ESG 評価の現状整理と今後の展望を行う。環境・社会・ガバナンス（ESG）や持続可能な開発目標（SDGs）といったキーワードが金融市場で注目されるなか、債券市場ではグリーンボンド等のラベルを付した SDGs 債市場が急速に拡大している。これらのベースとなるグリーンボンド原則等とは何か、それを評価する確認機関の役割が重要だが、その分野に格付会社が参入している。また、代表的な ESG 投資のスタイルを俯瞰し、最も一般的なインテグレーションで重要な ESG スコア（ESG 格付）の役割と課題、そしてエンゲージメントの重要性の高まりを論じる。特に、機関投資家がグローバルな脱炭素のアライナンスに加盟するなか、信用リスク、ESG スコアに加え、「温室効果ガス（GHG）」という新たな投資尺度が浮上している。脱炭素に向けた長期的な取り組みは、発行体との継続的な対話が必要であり、金融市場におけるエンゲージメントの重要性は債券投資家の間でも増している。

最後に、ESG 投資は、従来の信用評価の枠組みを超えた広がりを見せており、格付会社もこの ESG 業界の主要プレーヤーとして、その業界再編の中心に存在する現状を整理したい。

はじめに

CSR から ESG、そして SDGs へとキーワードが変遷するにしたがい、その目的は成熟し、参加者も多様化している。企業活動の社会的責任を表明する CSR は、企業側からのワンウェイ（一方向）の表明の性格が強い。それに対して、「環境」「社会」「ガバナンス」の3つの視点に着目する ESG は、それぞれの視点から投資家・金融市場が企業を積極評価するツーウェイ（双方向）の活動となった。そして、2006 年に国連が提唱した SDGs（持続可能な開発目標）は、金融市場のみならず、様々なステークホルダーから評価される「企業経営そのものを評価」する性格を帯びるようになった。

ESG 投資は、改めて説明するまでもなく、「環境、

社会、ガバナンス」の3つの要素を投資判断に取り入れる投資の考え方である。初めて ESG の文字を目にしたとき、環境と社会とガバナンスの3つに何の関係があるのか、疑問を持った人も多いだろう。一見無関係に見えるが、共通点が1つある。「財務諸表には掲載されていない」点である。つまり、ESG 投資の本質は、収益力やバランスシートの強弱だけで投資判断を行うのではなく、財務諸表には表現されていない発行体・企業の ESG の取り組み（非財務情報）も重視して投資判断を行うべきというものである。ある意味、行き過ぎた「株主至上主義」のアンチテーゼとしての性格も指摘される。実際に、ESG 投資は株式市場で急速に普及したわけだが、時間を置いて、債券市場でも急速に浸透することとなった。

そして、ESG と SDGs の関係をひとことで表

現すると、「SDGs はゴール,そのプロセスが ESG」。そして「ESG のなかでも,調達資金を環境プロジェクトに充当するために発行する債券がグリーンボンド,社会課題解決の場合がソーシャルボンド」と整理される。

プロジェクトには資金が必要であり,そのために資金調達をする発行体,それに投資(資金提供)する投資家が,双方の立場で SDGs のゴール達成に貢献するというイメージである。ESG の世界では,上場企業がその主な対象であったが,SDGs では非上場の地方自治体や政府機関などもメインプレーヤーになり得るため,債券市場との親和性も高いといえる。

グリーンボンドなどの名称の債券は以前から存在したが,特に公式な定義はなく,環境プロジェクトのための資金調達を標榜すれば,発行体は自由にグリーンボンドを名乗ることができた。しかし,ESG の概念が市場に浸透し,環境問題に世の中の関心が高まるなか,グリーンボンドで調達した資金が実際に約束どおりの事業に充当されたのか,その結果,どの程度の環境改善効果が達成されたのかを確認するべきとの機運が高まった。環境事業と関係のない資金に充当されたり,あるいは当初期待された環境改善効果がみられない。こういった不完全なグリーンボンドのことを「グリーンウォッシュ」と呼ぶ。これは,見た目を良くするという意味の「ホワイトウォッシュ」と,「グリーン」を掛け合わせた造語であるが,グリーンウォッシュを回避するためにも,一定の基準,ルールを策定する動きが生じた。

まず,2010 年に CBI (Climate Bonds Initiative) がグリーンボンドの基準となる CBS (Climate Bonds Standard) を,そして 2014 年に国際資本市場協会 (ICMA : International Capital Market Association) がグリーンボンド原則を策定した。ICMA は 2 年後の 2016 年にソーシャルボンド

原則を,そして翌 2017 年にはサステナビリティボンド・ガイドラインを公表した。原則や基準が登場すると,次はそれらに合致しているかどうかを,発行体自らではなく,第三者が評価することが望ましいということになり,登場したのが外部機関によるレビューである。

例えば,ICMA のグリーンボンド(ソーシャルボンド)原則では,4 つの核となる要素(①資金使途,②プロジェクトの評価及び選定プロセス,③調達資金の管理,④レポーティング)に準拠していることを確認するため,発行体は外部機関によるレビューを活用することが望ましいとされている。この外部機関は,評価機関,確認機関,あるいは認証機関などと呼ばれるが,本稿では確認機関とする。日本で事業を行っている代表的な確認機関としては,Sustainalytics,DNV,Moody's ESG Solutions (旧社名 Vigeo Eiris) といった海外の機関,そして R&I と JCR の国内の格付会社が挙げられる。外部レビューの手法に関しては,ICMA の原則では①セカンドパーティオピニオン(SPO),②認証,③検証,そして④スコアリング/格付けの 4 つの方法を推奨しているが,市場で最も一般的に利用されているのは SPO である。こうしたプロセスを経て発行された債券を,グリーンボンドやソーシャルボンドの「ラベル付き」債券と呼ばれる。

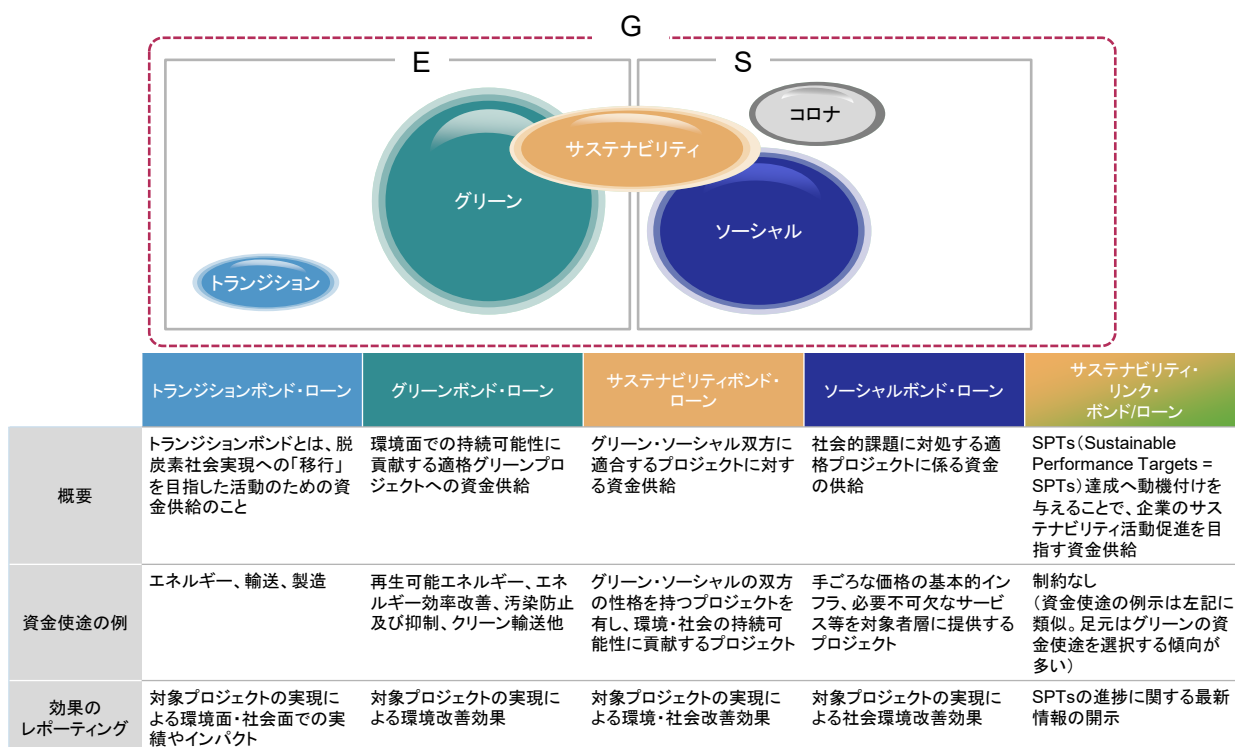
債券市場には,グリーンボンドだけではなく,ソーシャルボンド,サステナビリティボンドといった名称の債券も発行・流通している。ソーシャルボンドは,調達資金が貧困,教育,あるいは女性活躍のエンパワーメントなど,社会的課題解決のためのプロジェクトに充当される債券,そしてサステナビリティボンドは,グリーンとソーシャル両方のプロジェクト,あるいは両方の性格を有するプロジェクトに充当される債券をいう。一般に,こうした債券の総称に関するコン

センサスはない。したがって,ESG 債,SDGs 債,サステナブル債など様々な名称が使われているが,同じ内容を指していると考えてよい。なお,上記のラベルに加えて,2020 年にはサステナビリティリンクボンド原則,クライメート・トランジション・ハンドブックも ICMA からリリースされ,現在では 5 つのラベルで市場で構成されている。

トランジションボンドは,充当事業が厳格なグリーン適格でなくても,発行体が脱炭素への移行戦略を明確にし,温室効果ガス排出削減効果が期待できるプロジェクトに充当する債券である。そして,特徴的なのはサステナビリティ・リンク・ボンドで,他のラベルボンドと異なり資金用途は問われない(運転資金でも借換でも充当可能)。その代わり,発行体がサステナビリティ

戦略に関する重要業績評価指標(KPI)とサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPT)を設定し,その達成を投資家に約束する。STP を達成できなければ,債券の利率がステップアップするなどのペナルティを自ら課すことで,KPI 達成を投資家にコミットする資金調達である。例えば,10 年後に温室効果ガス排出量の削減を KPI に設定した 10 年債で,5 年後にターゲットとして 30%削減の SPT を設定する。それが未達の場合は 6 年目以降,償還まで利率が 10bp 上昇するといったようなスキームである(必ずしもペナルティは利率のステップアップに限らない。寄附や R&D 投資なども可能である)

図表: ICMA に基づく 5 つのラベル



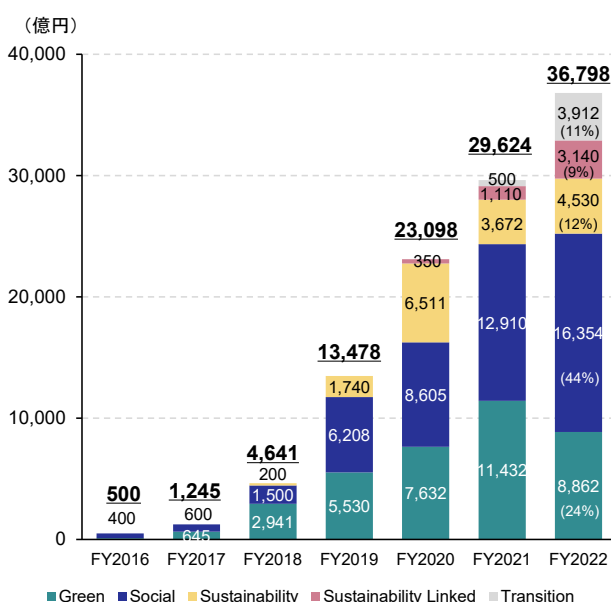
出所: みずほ証券作成

1. 急拡大するSDGs債市場

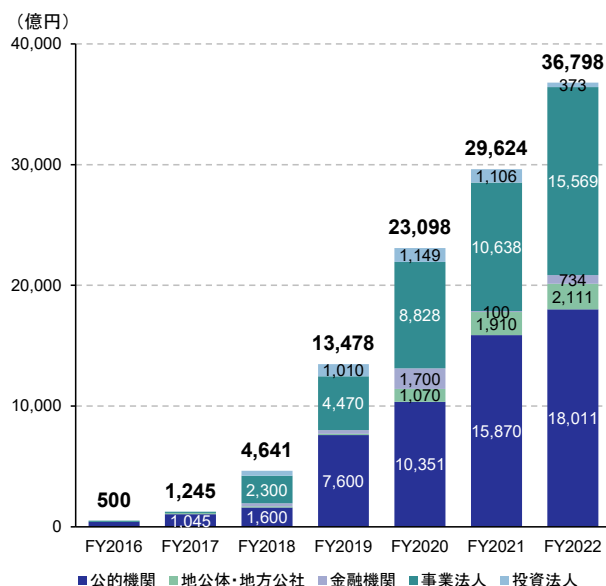
グローバル市場におけるSDGs債の発行は、2007年に欧州投資銀行が発行した、「Climate Awareness Bonds」が嚆矢とされている。起債額は、2010年代に入って徐々に伸び始め、2014年にICMAがグリーンボンド原則を公表したことを皮切りに、現在の形の「ラベルを貼った」SDGs債市場が世界的に急拡大した。

国内発行体によるSDGs債の発行は、グリーンボンドでは2014年に日本政策投資銀行のユーロ建てグリーンボンドが、ソーシャルボンドでは2016年の国際協力機構債が嚆矢となる。その後、順調に市場は拡大を続け、2021年度の国内発行体による円債の起債額は約3兆円に達し、2022年度もすでに前年度を大きく上回る発行が観測されている。

図表：国内SDGs債の発行額推移（ラベル別）



図表：国内SDGs債の発行額推移（業態別）



出所：みずほ証券サステナビリティ推進部

国内発行体を業態別でみると、財投機関債が最も多く、事業会社が続く。最近では地方債の取り組みも広がりを見せている。財投機関債が特に目立つのは、そもそも事業の役割がSDGsと親和性が高いこと、そして、起債ごとに対象事業について外部レビューを取得するのはなく、事業全体で外部レビューを取得し、継続的にSDGs債を発行していることが寄与している。

グローバルベースでは、2021年の発行額は前年比50%以上増加の1兆ドルで、円換算でほぼ100兆円。これにグリーンやリンクのローンを含めると1.6兆ドルという規模に成長してい

出所：みずほ証券サステナビリティ推進部

る。また、グローバルではグリーン主導で急拡大してきたが、2020年より新型コロナウイルス感染症の影響で、その対応としてのソーシャルボンド、サステナビリティボンドが増加した。新型コロナウイルスに関しては、拡大当初は非常事態でESGどころではなくなるとの懸念もあったが、実際には加速するきっかけとなった。そもそもウイルス感染症は温暖化、森林伐採、環境破壊、生物多様性などと関係が深い。加えて、ウイルス対策は、先進国でさえ、まったくの準備不足を露呈した。国境を超えた世界規模の

被害が想定される気候変動リスクで同じ過ちは繰り返せないとの反省もあり、グリーンプロジェクトの重要性を再認識することになった。また、ウイルスはヘルスケアの課題にとどまらず、貧困地域ほど打撃が大きい格差問題、飲食・宿泊等の女性就労者が多い分野ほどダメージを受けるジェンダー問題、途上国では衛生面での水問題、学校が閉鎖となり識字率が低下する教育問題など、さまざまな社会課題を深刻化させ、SDGs の目標達成に大きな障害となった。

象徴的な案件としてグーグルの親会社、アルファベットが挙げられる。同社は 20 年 8 月、57 億 5 0 0 0 万ドルのサステナビリティボンドを発行。当時、1 回当たりの起債額としては I B R D（国際復興開発銀行）が発行した新型コロナウイルス対策を目的としたサステナビリティボンド 80 億ドルに次いで二番目、民間の発行体としては過去最大規模（同）となった。資金使途はエネルギー効率向上、クリーンエネルギー、グリーンビル、クリーン輸送などの環境プロジェクトと、手ごろな価格の住宅、新型コロナウイルス対策支援といったソーシャルプロジェクトに加え、黒人コミュニティでのビジネスサポートや黒人クリエイターやアーティストの支援などが含まれる。金額的には調達額の 5% ほどの充当計画とはいえ、人種格差への取り組みなどのプロジェクトを充当事業に含めたのは初めてのケースであった。

国際金融市場における SDGs 債の盛り上がりはもはや潮流であり、一過性のブームでは済まないだろう。背景には、社会的要請を受けたルールの変化、気候変動リスクの現実化、そしてユニバーサルオーナーの運用方針見直しなど様々な要因が複合的に発生していることがある。

2006 年に国連が提唱した責任投資原則
(PRI : Principles for Responsible

Investment) ,気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD : Task Force on Climate-related Financial Disclosures) ,各国金融当局・中央銀行で構成される金融当局機構変動ネットワーク (NGFS : Network for Greening the Financial System) ,スチュワードシップ・コードの改定。また、日本の債券市場に関しては、GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) が債券 ESG 投資に関して積極的に発信を続けていることも、債券投資家の機運醸成に大きく寄与したことはいうまでもない。

2. ESG 投資のスタイル

ここまで SDGs 債を中心に考察を行ってきたが、SDGs 債は ESG 投資の 1 つの対象に過ぎない。ひと言で ESG 投資と言っても様々な運用スタイルがある。ここでは、代表的な ESG 投資を説明したい。

① ネガティブスクリーニング

ESG 投資の源流はキリスト教にある。教会の余剰資金を投融資する際、ギャンブルや武器の製造など、教会の教義に照らして好ましくないとされる事業に関与する企業を投資対象から除外する方法で、最も伝統的なスタイルである。社会性・倫理感を重視しているためのリターンはあまり考慮されていない。タバコやアルコール製造、武器の中でも非人道的なクラスター爆弾などの製造などもネガティブスクリーニングの対象となることが多いが、最近では石炭火力が注目されている。

民間の投資家に限った話ではない。外貨準備の運用方針にサステナビリティの視点を取り入れた欧州の中央銀行が、石炭の産地であるオーストラリアの州債を売却する動きがみられた (スウェーデン中央銀行がオーストラリアのクイーンズランド州と西オーストラリア州の債券を売却。また、温室効果ガス排出量が多いカナ

ダのアルバータ州債も売却)。なお、ネタティブスクリーニングの反対のアプローチが、ポジティブ・スクリーニング（ベスト・イン・クラス）である。ESG 評価の高い企業を抽出して投資する方法である。

② インテグレーション

企業が長期的に・継続的に成長するか否かを判断するためには、経営陣の質やビジネスのリスクといった定性的な情報が重要となるが、こういった情報は B/S や P/L に基づく財務情報からは読み取れない「非財務情報」に依存することになる。そこで、ファンダメンタルズ分析に、非財務情報の一環として ESG 情報を考慮するスタイルがインテグレーションであり、ESG 投資の主流でもある。ここで参考にされるのが ESG スコア（ESG 格付）である。ESG スコアは、E と S と G に関する膨大な数の項目をスコア化するもので、既述の確認機関による SDGs 債ごとの SPO とは全く異なるものである。

世界には ESG スコア評価機関が 600 以上も乱立しているといわれるが、マーケットで主要な ESG スコアは、アンケートベースで調査を行う CDP、S&P Global、公開データをベースにする MSCI、FTSE、Sustainalytics、Bloomberg などが挙げられる（一部）。スコアが乱立するなか、非財務情報について、シンボリックに個別指標を捉えて投資判断において考慮するというだけでなく、各産業・企業の特徴をしっかりとみていくことが重要ではないかとの指摘がある。非財務情報は、非財務である以上、そもそも数値化し難いものである。数値化し難いということは、比較し難いということであり、「各産業や企業の特徴」に留意しないと、ミスリーディングになる恐れがあるのは指摘通どおりといえる。実際に、各々のスコアの相関は非常に低いことが

信用格付けとは異なる。信用格付けでは、レーティングスプリットは観測されるものの、業界内の信用力の序列が異なる事例は少ない。

ESG スコアの相関性が低くなる主因は、環境、社会、ガバナンスがカバーする範囲が極めて広く、どの項目を採用するのか、どのようなウェイトで採用するのかによってスコアが大きく変わることにある。例えば、テスラは環境面を重視するスコアでは高位になる一方で、従業員の扱いやガバナンスの観点を重視するスコアでは低位になる現象が見られる。何を重視するのかによって、評価のスコアは大きく変わり得るため、自分のポートフォリオは ESG の何を重視するのか、そのためにはどこの ESG スコアが最も参考になるのか。ネガティブスクリーニングに使うのか、あるいはエンゲージメントに使用するのか。投資家側のスタンスが重要である。

また、かつての信用格付と同様に、ESG 評価機関が評価対象企業に対して同時にコンサルティングを行う場合の利益相反を懸念する指摘も聞かれる。その点については、金融庁のサステナブルファイナンス有識者会議でも、透明性や公平性の確保を並んで「評価対象の企業に有償でコンサルティングサービスを提供する等の利益相反の懸念に対応すること」を課題として挙げ議論が行われている。

ただ、欧米の格付会社は、信用格付とは別部隊でこの分野で活動を行っている。この ESG スコアを単体のビジネスと考えるだけでなく、S&P Global のように、インデックスビジネスにつなげるなど、ESG スコアが他の ESG ビジネスに相乗効果をもたらす可能性もあり、今後も ESG を軸に業界再編が続くものとみられる。

③ エンゲージメント

④ ESG投資におけるエンゲージメントとは、企業の中長期的な課題について、投資家と企業の間で行われる「建設的な対話」と定義される。株式市場では、投資家がエンゲージメントを通して企業価値の向上を目指す動き先行して浸透したが、近年、債券投資家の間でもエンゲージメントへの関心が高まっている。社債は償還があり、また社債権者は議決権を持たない立場から、エンゲージメントとは無縁と考えていた債券投資家の変化は、SDGs債市場のメンタリティーの変化を象徴している。特に、脱炭素に向けた移行戦略（トランジション）をテーマとしたエンゲージメントは今後深化していくものと考えられる。機関投資家を中心に、投資ポートフォリオから排出される温室効果ガスの削減目標を掲げる動きも生じている。例えば、2050年までにゼロエミに向けた中間目標として「2025年までの株式、債券、不動産の投融資先からの総排出量を〇〇%削減する」といったものである。達成に向けてポートフォリオの入れ替えをすることもあるが、現時点では、各投資家はエンゲージメントを通じて発行体に事業モデルの転換、移行戦略の達成を働きかけることを表明している。

3. 新しい投資判断の視点～温室効果ガス（GHG）削減

エンゲージメントの動きが加速した背景には、大手機関投資家が脱炭素に向けたアライアンスに加盟したこともある。代表的なのは、年金基金、保険会社、そして財団などのアセットオーナーのアライアンスである Net-Zero Asset Owner Alliance (NZAoA)、アセットマネジャーの Net Zero Asset Managers Initiative (NZAM)、そして銀行の Net-Zero Banking Alliance (NZBA) などである。2021年のCOP26（グラスゴー）では、こうした業態ごと

のアライアンスを統合した Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ) が設立されるなど、グローバルな脱炭素に向けた投資家連合の発言力が高まることとなった。そして、このCOP26を控えて、多くの本邦機関投資家が各アライアンスに加盟する動きを強めた。こうしたアライアンスは、全員で2050年のネットゼロを目指すと同時に、中期目標のマイルストーンを設定することが求められるのは既述のとおりである。ポートフォリオから排出量のカウントは、株式、債券、不動産などを対象資産から排出される排出量を、自らの保有割合で集計するものである（運用資産が増加すれば、グロスで排出量は増えてしまうので、残高で除した原単位ベースを使う）。

2050年はそんなに先の話ではなく、既に30年債の需要に影響が出てもおかしくない。2030年の中間目標の場合は、基幹年限である10年債の投資判断にも影響する。

発行体は何をするべきか。ブラウン企業が持続的に市場調達が可能で、バンカブルであり続けるためにも、アライアンス加盟の投資家から評価される移行戦略を示すことが必要最低限求められることになる。SDGs債は、充当事業によって個別債券のラベルの色が表現されたわけだが、事業だけでなく会社全体の移行戦略が求められることになる。

そこで、特に多排出企業にとっては、トランジション・ファイナンスが重要となるだろう。トランジション・ファイナンスとは、グリーンプロジェクトとは異なり、一定の温室効果ガス（GHG）は排出するが、脱炭素に向けて必要な技術で、ネットゼロ社会への「移行（トランジション）」のために必要なプロジェクトに充当する資金調達手段である。つまり、現在はブラウンであっても、発行体がグリーンへの移行戦略を明確にし、GHG排出の削減効果が期待でき

るプロジェクトに充当するファイナンスである。2020年12月9日、ICMAはトランジションボンドに関わるガイダンスとなる「トランジション・ファイナンス・ハンドブック」を公表した。これは、以下の4つの柱からなりたっている。

1. 気候戦略およびガバナンス
2. ビジネスモデル
3. 科学的根拠に基づく移行経路
4. 投資計画の透明性

この4要素のうち、最も難易度が高いとされるのが、「科学的根拠に基づく移行経路」といわれる。トランジション戦略は、「宣言」ではなく、パリ協定と整合する全スコープ（Scope 1, 2, 3）をカバーした短期・中期・長期のGHG削減目標を、例えば、SBTi等のシナリオで説明することが想定されている。本邦市場では、経産省が公表した分野別ロードマップが使われているが、これは日本の特性や業種の違いを考慮した上で、シナリオは線形だけで無く技術革新を前提とした段階的アプローチ（非線形）も許容し、Scope3については必要に応じて実践可能な計算方法で目標設定されることが望ましいとしている。

必要とされる脱炭素技術はまだ実装段階にないものが多く、コストも高い。不確実性が高く非効率なソリューションに投資し続けることになる。脱炭素は、「誰かが勝って、誰かが負ける」ゲームではないだろう。「全員が勝つか、さもなければ、全員が負ける」ゲームである。そのため、トランジション・ファイナンスは、エンゲージメントと不可分一体である。この分野が抱える課題の一つに、技術やプロジェクトが脱炭素にどう繋がるのか、理解するのが難しい点がある。発行時だけでなく、エンゲージメントを通じて、発行体と市場が相互に課題認識を深めて

いくことが、マーケットの発展には欠かせない。移行戦略の進捗に金融市場が伴走し、達成に向けて定期的、継続的に対話を続けることで実効性を高めることができるなら、金融資本市場の責任は重く、当然、企業価値や信用力に及ぼす影響も小さくはない。

果たして、格付評価は、この複雑な移行戦略を正確に信用力に織り込むことができるのか。債券投資家は密度の濃いエンゲージメントに注力していくことが想定され、この分野での情報の非対称性は薄れていくだろう。

おわりに

格付各社は、格付クライテリアでESG評価を整理するのはもちろんのこと、ビジネス面でもこのESGの潮流を捉え、近年、激変するサステナビリティ評価の業界地図のなかでもメインプレーヤーの一角を占めるようになった。国内では、JCRが2017年、R&Iが2018年にグリーンボンドのSPO提供を開始した。Moody'sは、2019年4月にVigeoを買収。買収後も「Vigeo Eiris」のブランドは継続していたが、2022年にMoody's ESG Solutionsに社名変更している。

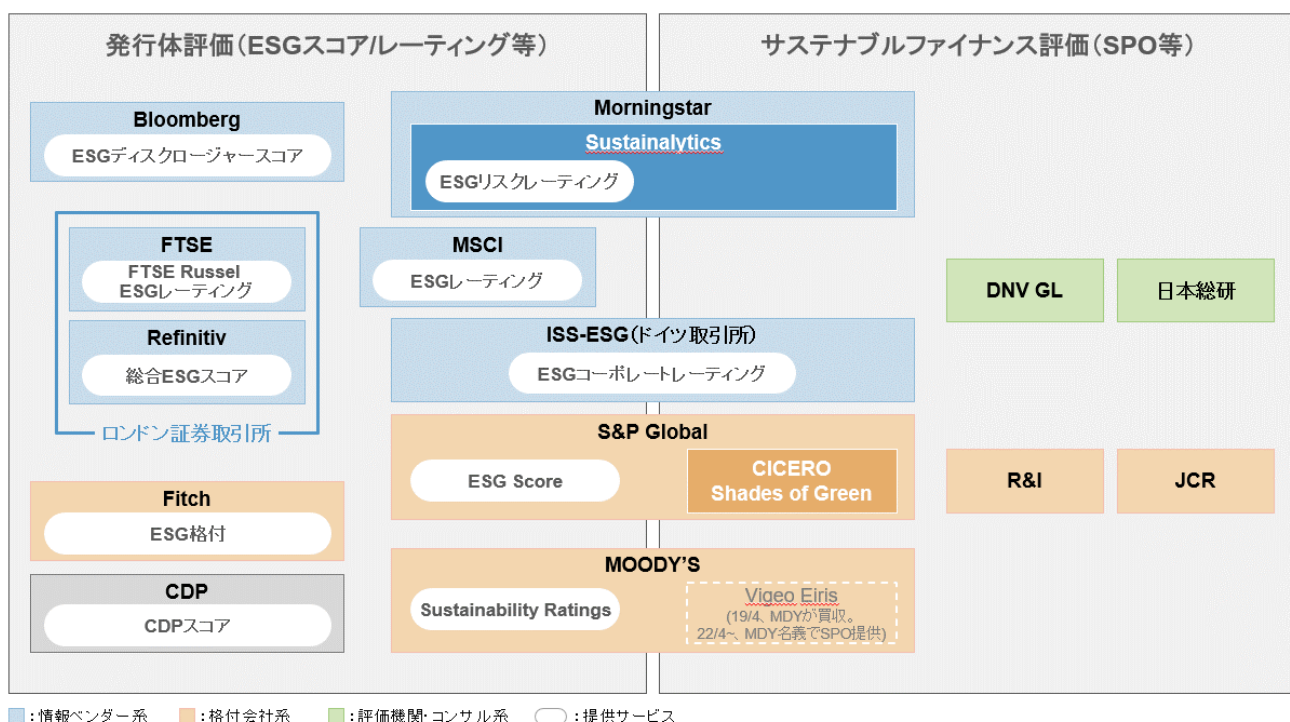
FITCHは2022年9月、ESG評価部門Sustainable Fitchが投資家向けESGレーティングを立ち上げた。同社のレーティングの特徴は、「インパクトを重視する」というもの独自性を打ち出している。

そして、格付各社のなかで、ESGに最もアクティブなのがS&Pである。S&Pグローバルは（排出量データサービスに定評のある）TrucostやThe Climate ServiceなどESGデータ会社を立て続けに買収し、ESGに関する幅広い情報提供体制を拡充してきた。そして、2022年12月に確認機関のCICEROのSPO部門であるShade of Greenを買収した。Shades of Green

は、2008年の世銀グリーンボンド評価など、早くからSPO事業を手掛けた老舗の1つである。オスロ拠点で規模は大きくなく、北米やアジア市場への進出にも課題を抱えていたCICEROと、2020年からSPOビジネスをスタートしていたけど欧州のリーチを補強したかったS&Pの思惑が一致したとされる。やや乱立気味のESG業界であるが、まだ市場は黎明期であり、今後も新しい課題やサービスが

登場することが想定される。グリーンウォッシュの可能性に対する警戒も世界的に論点となっている。こうした変化、課題に対しては、客観的な評価が極めて重要となるだろう。サステナブルファイナンスの健全な市場拡大には、金融市場における各種のリスク評価の経験と知見が豊富な格付会社の役割期待は大きい。そのビジネスモデルの展開に注目していきたい。

図 表 : ESG 業界 の 業界 地 図



出 所 : み ず ほ 証 券 作 成

(参 考 文 献)

- ・「債券市場におけるSDGs債の拡大とチャレンジ」香月康伸, 伊井幸恵, 鈴木脩 (月刊資本市場, 2020.5)
- ・「より良い経営とESG債」香月康伸 (月刊統計, 2021.5)
- ・「新型コロナウイルスがもたらした金融市場の潮流変化～加

- 速度的に広がるESG投資」香月康伸 (地方債協会「地方債」, 2021.6)
- ・「世界をリードする日本のトランジション・ファイナンス」香月康伸, 掛本亮介, 橋本康郎 (月刊資本市場, 2022.10)
- ・「ICMA グリーンボンド/ソーシャルボンド原則への登録に

ついて」(JCR, 2017.12)

- ・「R&I グリーンボンドアセスメント セカンドオピニオンサービス開始」(R&I, 2018.8)
- ・“Sustainability Bond Framework 2020” (Alphabet, 2020)
- ・“Sustainable Bonds Insight 2021” (Environmental Finance , 2021.2)
- ・“Sustainable Bonds Insight 2022” (Environmental Finance , 2022.2)
- ・“Green Bond Principles” (ICMA, 2021.6)
- ・“The Sustainability-Linked Bond Principles 2020 (ICMA, 2020.6)
- ・“Climate Transition Finance Handbook 2020” (ICMA, 2020.12)
- ・“Fitch Group Announces Creation of Sustainable Fitch and Launches ESG Ratings Products” (Sustainable Fitch 2021.9.15)
- ・“S&P Global acquires Shades of Green business from CICERO” (S&P Global 2022.12.6)

【研究論文】

中小・中堅企業格付の現状と資金調達環境の変化

田村香月子(関西大学)

【要 約】

本論文は、中小・中堅企業に対して行われている信用格付について、格付取得公表企業に対して行った2014年に行ったアンケート調査をもとに、中小・中堅企業の資金調達環境の現在までの変化を分析し、中小・中堅企業格付の現状について考察するものである。

中小企業は日本経済や雇用を広く支える存在であり、また地域活性化や経済の新たな担い手となるビジネスの創出など、求められる役割が多様化している。これら中小企業が事業を継続する上で、安定的な資金調達は重要な課題であり、中小企業の資金調達の安定化と多様化に向けた様々な試みが行われている。

こうした状況の中、現在わが国では、Standard and Poor's Global Market Intelligence、格付投資情報センター、日本格付研究所の3社が、非上場の中小・中堅企業に対する信用格付を行っている。従来の信用格付は企業が債務を返済する確実性の度合い、すなわちデフォルトリスクに対する評価を表したものであり、債券の公募発行により資金調達を行う上場企業に主に利用されてきた。しかし中小・中堅企業のファイナンスにおいて、外部からの資金調達は借入金に大きく依存している状況にある。社債の利用は限定的であり、資金調達の多様化は進んでいない。こうした状況においては、中小・中堅企業格付は、従来の信用格付とは異なる性質と効果を持つと考えられる。

アンケート調査は主に、格付を取得し公表したことによる、経営、営業、取引条件、人材獲得、従業員、資金調達への効果について質問した。その結果、格付を経営目標とし、取引における信頼性の向上などの効果が見られるほか、借入金利の低下や融資条件の軽減・解除など、特に金融機関からの借入れへの効果が明らかとなった。

そこで現在の状況を確認すると、中小・中堅企業格付を取得公表する企業数は全体的に減少している。この変化の理由を考察するため、中小・中堅企業の資金調達環境を分析した。2014年度と2022年度の借入れおよび社債の残高を比較すると、中小・中堅企業の主な資金調達は現在も金融機関からの借入れである。また金融機関の貸出は良好な状態で推移しており、貸出金利は継続的に低下していることから、中小・中堅企業の資金繰りは継続的に改善していることが明らかとなった。

こうした背景から、中小・中堅企業格付の取得公表企業数が全体的に減少している現状について、中小・中堅企業の主たる資金調達方法である借入れが潤沢に利用できる状況においては、企業が格付を取得し公表するインセンティブが低下したものと推察することができる。また中小・中堅企業の社債利用に大きな変化は見られず、資金調達の多様化は大きく進んでいないことが明らかとなった。

はじめに

中小企業庁によれば、日本における中小企業
の数は 357.8 万者、従業者数は約 3220 万人で
あり、これは日本の全企業数のうち約 99.7%、
また従業者数は約 68.8%を占めている¹。また
中小企業が生み出す付加価値額は 135.1 兆円と、
日本全体の約 53%を占める²。中小企業は実質
的に、日本経済や雇用を広く支える存在であり、
また地域活性化や経済の新たな担い手となるビ
ジネスの創出など、求められる役割が多様化し
ている。

中小企業が事業を継続する上で、安定的な資
金調達には重要な課題である。OECD は中小企業
の資金調達手段について、中小企業の発展と創
造に重要な要素であり、外部資金調達における
課題は中小企業の発展を妨げる、と述べている³。
これを受けて、中小企業の資金調達の安定化
と多様化に向けた様々な試みが行われている。

こうした状況の中、現在わが国では、Standard
and Poor's Global Market Intelligence、格付投資
情報センター、日本格付研究所の 3 社が、非上
場の中小・中堅企業に対する信用格付を行って
いる。従来の信用格付は企業が債務を返済する
確実性の度合い、すなわちデフォルトリスクに
対する評価を表したものであり、債券の公募発
行により資金調達を行う上場企業に主に利用さ
れてきた。しかし中小・中堅企業のファイナン
スにおいて、外部からの資金調達は借入金に大
きく依存している状況にある。社債の利用は限

定的であり、資金調達の多様化は進んでいない。
こうした状況においては、中小・中堅企業格付
は、従来の信用格付とは異なる性質と効果を持
つと考えられる。

そこで本論文は、中小・中堅企業に対して行わ
れている信用格付について、格付取得公表企業
に対して行った 2014 年に行ったアンケート調
査をもとに、中小・中堅企業の資金調達環境の
現在までの変化を分析し、中小・中堅企業格付
の現状について考察する。

1. 中小・中堅企業格付とは

(1) 中小・中堅企業格付の概要

中小・中堅企業に対する格付を行っている格
付会社は現在、S&P Global Market
Intelligence(S&P)、格付投資情報センター
(R&I)、日本格付研究所(JCR)の 3 社である。
それぞれの名称は、S&P が『日本 SME 格付け』、
R&I が『R&I 中堅企業格付』、JCR が『JCR 中
堅・中小企業格付』である。本稿ではこれらを
「中小・中堅企業格付」と総称する。

S&P の中小・中堅企業格付は 2005 年 12 月
より、R&I は 2006 年 10 月より、JCR は 2008
年 4 月より開始された。S&P の中小・中堅企業
格付は当初、Standard and Poor's Rating
Services により行われていたが、現在は S&P
Global の一部門である S&P Global Market
Intelligence と日本リスク・データ・バンク株式
会社が共同開発した手法を用いた格付を、

日本リスク・データ・バンクの子会社である
企業財務格付機構が代理店として提供している。

¹ いずれも 2016 年の数値。中小企業庁 (2022a) p.xi
を参照。

² 2015 年の数値。中小企業庁 (2022b) を参照。

³ OECD (2018) p.1 を参照。

図表 1 中小・中堅企業格付の概要

名称	日本SME格付け	R&I中堅企業格付	JCR中堅・中小企業格付	
提供会社	S&P Global Market Intelligence	R&I	JCR	
定義	日本の中堅・中小企業間の比較において、債務を履行する能力の評価	銀行貸し出しの優良対象先たる「融資適格企業」の概念を中心に据えた信用力に関する中小企業間の相対的評価	中堅・中小企業の財務的な信用力についての評価	
格付対象	年商	5億円以上100億円程度	5億円以上100億円程度	5億円以上
	決算書類	5期	5期	5期
	延滞・倒産	—	最近3年間に倒産・延滞のないこと	過去3年間に倒産・延滞のないこと
格付手法	評価方法	定量評価(統計モデル)	定量評価(統計モデル) +定性評価(アナリスト評価)	定量評価(統計モデル)
	モニタリング	無し	無し	無し
取得方法	61銀行、4信用金庫	取扱金融機関へ申込	取扱金融機関へ申込	
取得費用(税抜)	50万円、継続40万円	記載なし	新規40万円、継続30万円	
更新、継続	決算毎	決算毎	決算毎	

(出所) 各社ウェブサイトより筆者作成

図表 1 は各格付会社の中小・中堅企業格付の概要を示したものである。

上記 3 社の中小・中堅企業格付はいずれも、金融債務に対する履行能力、すなわち信用力を評価し記号で表したものである。格付の定義は格付会社により表現には若干の差異が見られるが、いずれも中小・中堅企業の信用力に対する評価である。各社の記述によれば、S&P は「日本の中堅・中小企業間の比較において、債務を履行する能力」の評価(S&P「SME 格付け定義」)であり、また R&I は「銀行貸し出しの優良対象先たる『融資適格企業』の概念を中心に据え、中堅・中小企業の信用力を適切に評価することを狙い」(R&I 中堅企業格付「サービス概要」)としたものとある。一方 JCR は「中堅・中小企業の財務的な信用力についての評価」(JCR 中堅・中小企業格付「サービス概要」)であるが、当該企業が 3 年以内に倒産する確率(3 年累積推定倒産確率)に基づいた最終的な評価としている。

以上のとおり中小・中堅企業格付は、企業の信用力を示す点において従来の一般的な信用格付と同様であるが、以下の点で異なる⁴。

従来の信用格付は対象企業の規模を必ずしも限定していないのに対し、中小・中堅企業格付が対象とする企業は、年商が 5 億円以上 100 億円程度の非上場の中小企業である。また従来の信用格付は主に上場会社が利用しており、その場合監査済みの公開された財務諸表などの資料は揃っているが、中小・中堅企業格付は非上場の企業を対象としているため、必ずしも同程度の資料が揃っているわけではない。したがってその評価にあたっては最低でも直近 5 期分の決算書類の提出が求められている。また原則として、評価の申し込みに際しては、中小・中堅企業格付を取扱う金融機関を経由する必要がある。

従来の信用格付は、評価手法として定量評価と定性評価をともに行っており、経営者への面談など幅広い情報を評価の材料としている。またアナリストの関与も大きく、最終評価につい

⁴ 法的には、中小企業格付は信用格付業に係る行為ではなく、信用格付行為の関連業務であるため、信用格

付業に関する金融商品取引法上の規制は受けない。

でも一般的に格付委員会の投票によって行われる。しかし中小・中堅企業格付の評価方法はこれとは異なり、格付会社により2つに大別される。

1つは財務データのみを用いてモデルによる統計的な定量評価を行う格付である。S&PとJCRの中小・中堅企業格付がこれにあたる。S&Pは日本リスク・データ・バンクと共同で開発したクレジットモデルを、またJCRは自社の「中小企業信用リスク推定モデル（“JCREST”）」を用いて、対象企業の財務データを定量評価した格付の付与を行っている。

もう1つはスコアリングモデルによる統計的な定量評価に加えて、アナリストが定性評価を行い、最終格付を決定する方法である。これはR&Iの格付手法である。アナリストの定性評価は、申し込みの際に提出する調査票の情報に基づき行われる。調査票は一般情報(設立年月日、業種・事業内容、業界地位、代表者、従業員数、主要株主、関係会社・企業グループ、取引先金融期間、代表者などとの取引情報)に加え、保有資産状況(保有資産の簿価、時価、取得時期など)、営業販売の状況(主要製商品・サービス、営業地域、営業形態、主要販売先、販売条件など)、仕入・生産の状況(主要仕入先、仕入条件など)、グループ会社との取引状況などに関する

情報をアンケート形式で答える内容となっている⁵。

また、中小・中堅企業格付は格付結果の継続的なモニタリングは行わない。これは定量評価のみを行うS&PとJCRだけではなく、アナリストの定性分析も加味して評価するR&Iにおいても同様である。中小・中堅企業格付の更新は1年毎となり、新年度の財務諸表が企業から提出されると更新される。

(2) 中小・中堅企業格付の符号と定義

中小・中堅企業格付は、従来の信用格付とは手法が異なるため、格付記号も一般的な信用格付の記号とは異なる。図表2は各社の格付記号の定義である。定義について、S&Pは「債務の履行能力」、JCRは「財務的な信用力」、R&Iは「信用力」と表現しており、総じて中小・中堅企業の債務履行における信用力を表している。

一般的な信用格付は大文字のアルファベット(AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCCなど)を用いているが、中小・中堅企業格付は小文字のアルファベット(aaa, aa, a, bbb, bb, b, cccなど)を用いて区別している。これは格付手法が異なることに加え、中小・中堅企業格付と他の信用格付を横断的に比較することはできないことを意味している。

⁵ 古谷(2017) p.6を参照。

図表 2 中小・中堅企業格付の記号と定義

	S&P	R&I	JCR
aaa	日本の中堅・中小企業間の比較において、債務を履行する能力は極めて高い。	中堅・中小企業のなかで、信用力は相対的に最も高い。	財務面から見た信用力は最も高い。
aa	日本の中堅・中小企業間の比較において、債務を履行する能力は非常に高く、最上位の格付け(aaa)との差は小さい。	中堅・中小企業のなかで、信用力は相対的に非常に高い。	財務面から見た信用力は非常に高い。
a	日本の中堅・中小企業間の比較において、債務を履行する能力は高いが、上位2つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化からやや影響を受けやすい。	中堅・中小企業のなかで、信用力は相対的に高い。	財務面から見た信用力は高い。
bbb	日本の中堅・中小企業間の比較において、債務を履行する能力は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性がより高い。	中堅・中小企業のなかで、信用力は相対的に十分であるが、将来環境が変化する場合、注意すべき要素がある。	財務面から見て、信用力は十分認められる。
bb	日本の中堅・中小企業間の比較において、債務を履行する能力がやや脆弱である。事業環境、財務状況、または経済状況の悪化に対して大きな不確実性、脆弱性を有しており、状況によっては債務を期日通りに履行する能力が不十分となる可能性がある。	中堅・中小企業のなかで、信用力にやや問題がある。将来環境が変化する場合、十分注意すべき要素がある。	財務面から見て、一定の信用力は認められるが、十分とは言えない。
b	日本の中堅・中小企業間の比較において、債務を履行する能力が脆弱である。事業環境、財務状況、または経済状況が悪化した場合には、債務を履行する能力や意思が損なわれやすい。	中堅・中小企業のなかで、信用力に問題がある。絶えず注意すべき要素がある。	財務面から見た信用力は乏しく、懸念される要素がある。
ccc	日本の中堅・中小企業間の比較において、債務者は現時点で脆弱であり、その債務の履行は、良好な事業環境、財務状況、および経済状況に依存している。事業環境、財務状況、または経済状況が悪化した場合には、債務を履行できない可能性が高い。	債務不履行に陥っているか、またはその懸念が強い。	財務面から見て、強く懸念される要素あり、破綻に陥る危険性がある。
cc	—	—	財務面から見れば、破綻に陥る危険性が高い。
c	—	—	財務面から見れば、破綻に陥る危険性が極めて高い。

(出所) 各社ウェブサイトより筆者作成

(3) 中小・中堅企業の格付利用の意義

中小・中堅企業の格付利用の意義については、格付会社よりいくつかの提示がなされている。

1つは経営への利用である。端的には、自社内での経営目標や指標としての利用が挙げられる。取得した格の高低および評価レポートを受けて自社の財務上の課題を明確にし、また経営目標や指標にする事ができる。またこうした格付は企業が同意すれば格付会社のウェブサイトで公表され、取得会社のウェブサイトなどにも掲載することができるため、客観的な信用情報

の開示として企業のIRに利用できる。

次に営業ツールとしての利用である。自社の信用力を中立的にアピールすることにより、新規顧客の開拓や取引先への交渉力の強化などを図ることができる。

また人材獲得への利用とされている。中小・中堅企業の場合、大企業に比べ知名度が低い場合が多い。そこで、就職活動者へ自社の信用力を提示し、安定性をアピールすることにより、人材の獲得を有利にすることができると思われる。

最後に、資金調達である。中小・中堅企業格付は中小企業の財務的信用力を評価したものであるため、資金調達の拡大や多様化を目的に、自社の信用力を伝えるツールとして活用することが考えられる。例えばR&Iでは「資金調達の多様化（銀行借入、私募債の発行、シンジケートローンなどで信用力のリファレンス）」⁶に活用できるとしている。

またR&Iによれば、中小・中堅企業が格付を取得する意義は、格付の申込みを取扱う金融機関にもあるとされる⁷。1つは取引先である企業との関係強化である。これはリレーションシップ・バンキングの一環として顧客のニーズに応えることにより、「取引先が無借金である場合でも、中堅企業格付の仲介により企業との関係を保つこと」⁸ができるためとされている。また他の金融機関との差別化による新規顧客の開拓や、取引先の経営診断の参考資料としての利用などのメリットも挙げられている。

以上のとおり、中小・中堅企業格付は一般的な信用格付とは異なる点が多い。では実際に、中小・中堅企業格付はどのように利用されてい

るのであろうか。また格付を取得したことにより、どのような効果が現れているのか。中小・中堅企業格付の利用実態について2014年に行ったアンケート調査の結果をもとに確認する。

2. 中小・中堅企業格付の利用実態

(1) 調査の概要と背景

このアンケート調査は2014年7月28日時点において、格付を取得し格付会社のウェブサイト上で公開している企業44社に対し、無記名方式にて行った。配布と回収は郵送とした。回収数は24社、回収率は54.5%であった。中小・中堅企業格付の取得状況について、2014年7月28日現在において確認した格付取得企業数は、S&Pが21社、R&Iが16社、JCRが8社、のべ45社となっている。このうちR&IとJCRの格付を重複取得している企業が1社あるため、純取得企業数は44社となる。これは2014年の中小企業・小規模事業者数380.9万者からみると非常に少ない。

図表 3 基本情報

アンケート名	「信用格付けが中小企業に与える効果」に関するアンケート	
実施対象者	2014年7月28日現在格付けを取得している企業 44社	
	S&P	21社
	R&I	15社
	JCR	7社
	R&I・JCR	1社
実施時期	2014年8月	
配布・回収方法	郵送による配布・回収	
回答	無記名	
回収率	24社(54.5%)	

(出所) 筆者作成

⁶ R&I ウェブサイト「サービス概要」より引用。

⁸ 古谷 (2017) p.8 より引用。

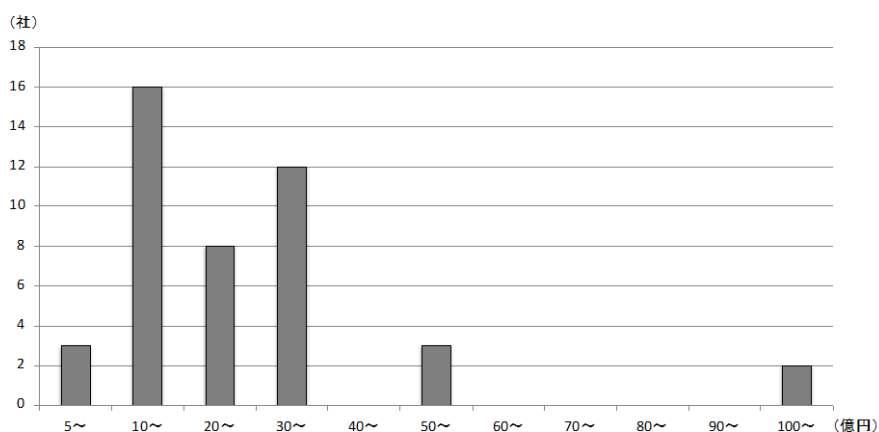
⁷ 古谷 (2017) p.8 を参照。

また鹿野（2008）のCRDデータベースを用いた分析によれば、日本の中小企業の典型的な姿は平均で従業員数19人、年間売上高5億6000万円、総資産5億7400万円、資本金2500万円である。しかしより実態に則して「中央値を基準として捉えた場合、日本の典型的な中小企業は従業員6人、年間売上高1億2500万円（1人当たりの年間売上高は2000万円）、総資産額8500万円、資本金1000万円という姿にあることが確認された」ともある。一方で図表1に示すとおり、中小・中堅企業格付の対象となる企業の年商は5億円以上、またそれぞれの格付会社における格付取得公表企業の年商の平均はS&Pが約26億円、JCRが約60億円、R&Iが約22億円、3社を合計すると平均約31億円である。このことから、信用格付を取得している中小・中堅企業は限定的であるといえよう。

次に格付取得企業の数を見れば、図表4のとおり、年商10億円から40億円以内の企業が多い。これについて成松（2008）は、年商が比較的小規模な企業が格付取得に積極的であることに関して「一般的に企業の規模をもって信用力を訴えるケースも多いので、小規模でも強固な信用力を有している企業にとって格付のニーズは高いのかもしれない」と考察している。

また中小・中堅企業格付の分布は図表5のとおりである。格付の多くはa格以上であり、bbb格は少ない。ただしこれは公表されている格付のみの数である。R&Iによれば、2006年から2015年決算までの中小・中堅企業格付126件（非公表、複数回申し込み含む）のうち、bbb格以下の格付は33件あった。bbb格以下の格付の多くは公表されていないことが伺える。

図表 4 年商別格付取得企業数



出所) 各社2014年7月28日の数値より筆者作成

図表 5 2014 年格付取得中小企業社数と格付分布

		S&P	R&I	JCR
合計(社)		21	16	8
内訳 (社)	aaa	8	2	4
	aa	9	4	1
	a	4	7	2
	bbb	0	3	1
	bb	0	0	0
	b	0	0	0
	ccc	0	0	0

(注) 公表企業の数値

(出所) 各社 2014 年 7 月 28 日の数値より筆者作成

(2) 調査結果

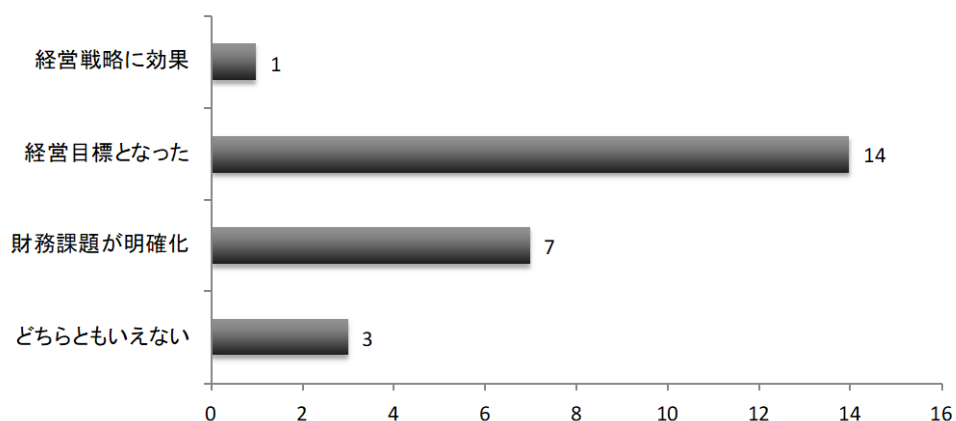
アンケート調査は格付取得のきっかけ、経営、営業、取引条件、人材獲得、従業員、資金調達への効果について、選択肢の回答および自由記入回答により質問したものである。

最初に格付取得のきっかけであるが、これは主取引金融機関からの紹介が 24 回答中 13 件と最も多い。次いで、格付取扱金融機関からの紹

介が 3 件、経営者自身の申込みが 3 件であり、全体の約 67%が金融機関からの紹介であった。

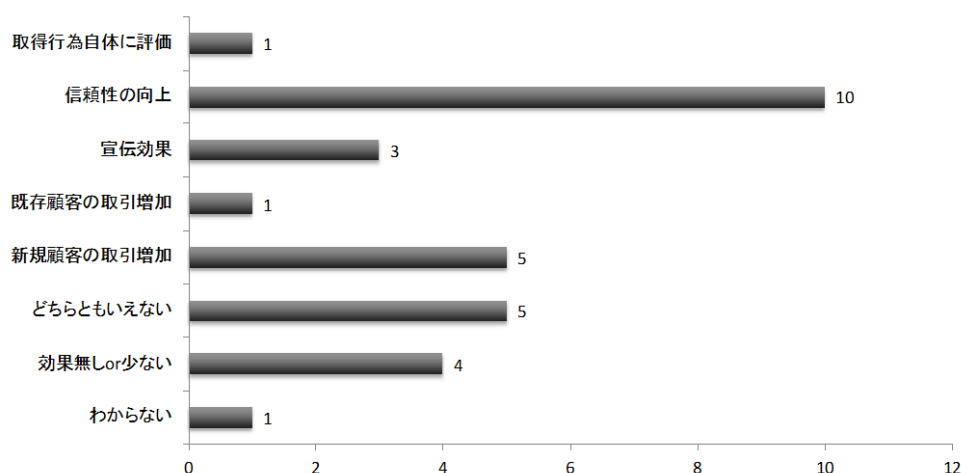
次に格付取得の実際の効果について確認する。まず経営にかかる効果であるが、図表 6 のとおり、格付が経営の目標となったとの回答が多い。また財務の弱点の確認などにも効果があることが示されており、格付が中小・中堅企業の経営に活用されていることが分かる。

図表 6 経営への効果 (n=23,MA)



(出所) 筆者作成

図表 7 営業への効果 (n=23,MA)



(出所) 筆者作成

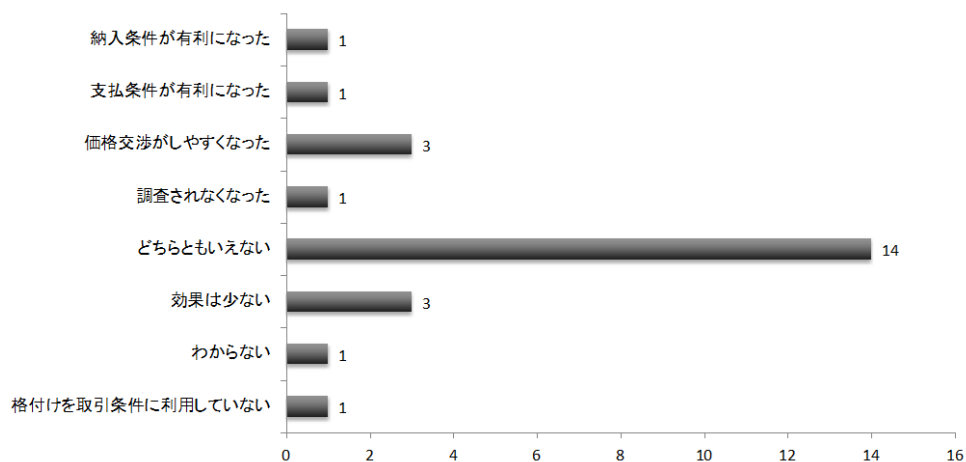
次に営業にかかる効果であるが、顧客からの信頼性の向上を挙げる企業が最も多い。自由回答欄には「取引開始時に決算状況の開示を求められなくなった」との回答も見られた。またそれにともない新規顧客の取引が増加したと回答している企業もいくつかみられる。効果が少ないまたは無いと回答した企業は4社あったが、そのうち3社は格付を営業に使っておらず、また1社は顧客が格付を知らないと回答している。

一方、格付が取引条件の改善に必ずしも効果があったかどうかは明らかではない。中には価格交渉がしやすくなった、納入条件および支払条件が有利になったなどの回答がいくつか見られたが、図表8にあるように、効果があったか無かったかはどちらともいえないとの回答が大半である。すなわちこの調査の限りにおいては、格付の取得は、顧客からの信頼性が向上し、ま

た取引が増加する実感はあるものの、取引の条件の改善には必ずしも効果的ではない状況が浮かび上がる。

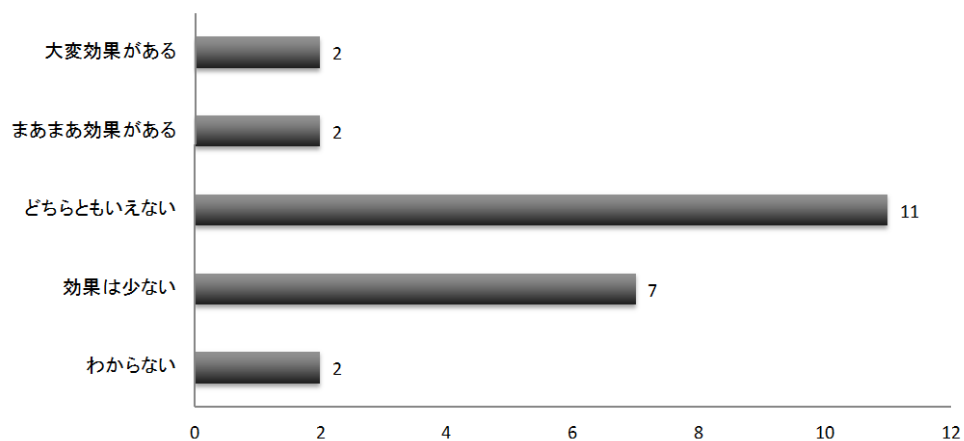
人材獲得に対する格付の効果については、どちらともいえない、または効果は少ないとの回答が多かった。一方、新卒既卒ともに問い合わせが増加した、新卒の志望エントリー数が増えたとの回答が4社(回答数6)から得られたが、同時に格付の公開状況を見ると、格付を自社ウェブサイト公開している企業は20社、また就職情報や大学などに格付の情報を提供した企業は12社ある。また、効果があると回答した企業の4社は自社ウェブサイトにて格付を公開しているが、就職情報などへの情報提供はうち3社であった。したがってこれは必ずしも格付の効果とは断定できないであろう。

図表 8 取引条件への効果



(出所) 筆者作成

図表 9 人材獲得への効果 (n=24,MA)

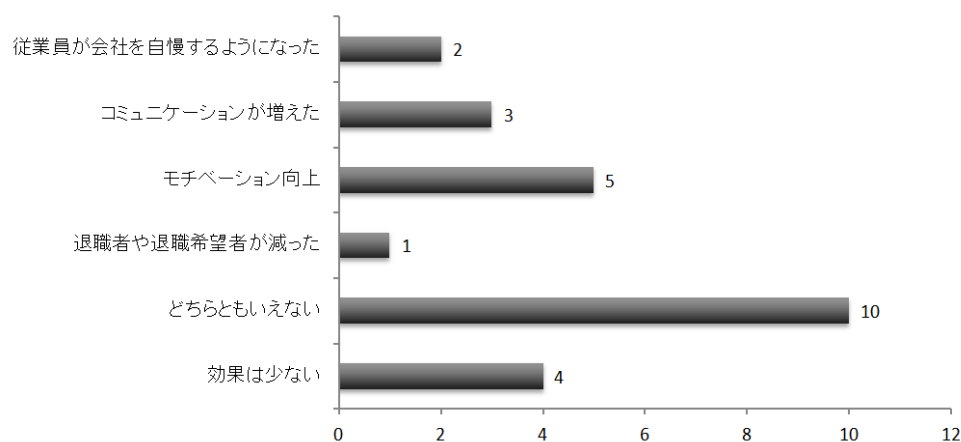


(出所) 筆者作成

従業員への効果についてはどちらともいえないという回答が最も多いが、モチベーションの向上なども合計すれば同程度の回答が挙げられており、格付に期待される従業員の労働意欲の維持・向上については、若干の効果が見られる。

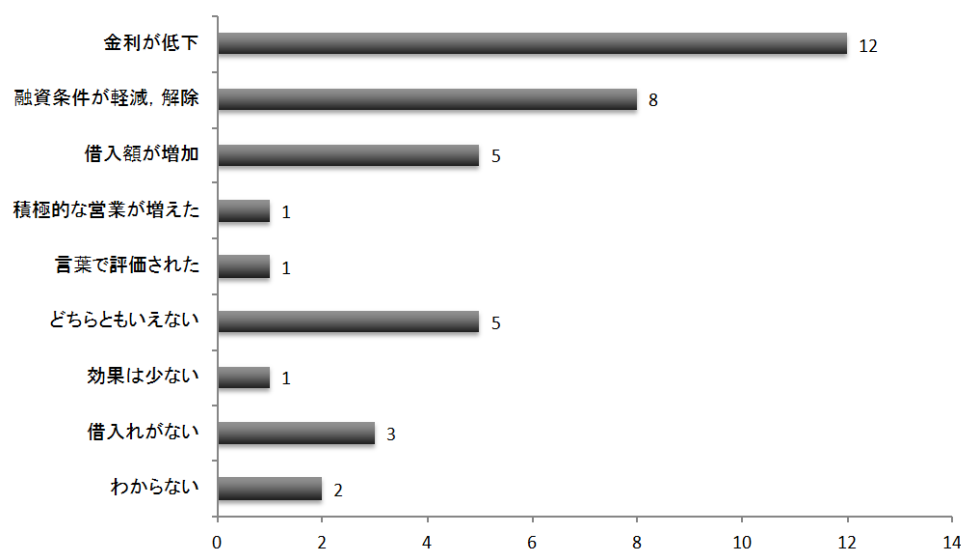
ただしこの質問に関しては「従業員が格付を理解しているかは疑問で今後の課題」との自由回答もあった。

図表 10 従業員への効果 (n=23,MA)



(出所) 筆者作成

図表 11 資金調達への効果 (n=23,MA)



(出所) 筆者作成

最後に資金調達への効果であるが、金融機関からの借入れに際しては、格付が企業の信用力の評価であることから、やはり有効であるとする結果が多く見られる。特に借入金利の低下や、担保や保証などの融資条件が軽減・解除されたとの回答が多く、借入金額の増加も挙げられている。また格付取得により新たに行った資金調達については、新たな金融機関から借入れを行った企業が5社あり、私募債を発行した企

業が2社挙げられた。

また借入金利の低下に関しては、格付を取得したことにより銀行内格付が上がったとの回答も得られた。これはR&Iが意義を示したとおり、金融機関が中小・中堅企業格付を企業評価の材料として利用した現れと考えられる。

以上の調査の結果、中小・中堅企業の格付取得は信用力を客観的に強化し、企業の資金調達に良い影響を及ぼしていると結論付けることが

できる。

3. 中小・中堅企業格付の現状

(1) 格付公表企業数の変化

これら 2014 年の調査を踏まえた上で、現在の中小・中堅企業格付の状況を分析する。現状を見ると、格付を取得し公表する中小・中堅企業は減少傾向にある。図表 12 は 2022 年 12 月 26 日現在、格付を取得し公表した中小企業数の比較である。S&P の格付取得公表企業は 2014 年の 21 社から 23 社へ 2 社増加したものの、R&I は 16 社から 6 社へ、また JCR は 8 社から 4 社へ減少している。格付の分布については aaa 格が最も多く、bbb 格は S&P が格付した 2 社のみが公表されている。

(2) 中小・中堅企業ファイナンスの現状

中小・中堅企業の格付取得公表社数の変化の背景について、中小・中堅企業の資金調達の状況を確認する。

まず、企業規模別に見たデット・ファイナンスについて比較する。図表 13 は 2014 年度と 2021 年度の借入金と社債の残高と、負債純資本総額に占める比率である。

それぞれの企業の借入金と社債残高の状況をみると、大企業は 2014 年から 2021 年にかけて、借入金額は増加しているものの比率は減少する一方、社債残高は金額および比率ともに高くなっている。これに比べ中堅企業の借入金額は増加、社債残高は金額、比率ともに減少している。また中小企業においては、借入れは金額、比率ともに増加、また社債は金額、比率ともに減少している。すなわち中小・中堅企業の資金調達は、引き続き、金融機関からの借入れが中心であり、社債の利用は拡大していないことが分かる。

次に、中小・中堅企業に対する金融機関の貸出状況について確認する。図表 14 は国内金融機関の貸出態度 DI の推移である。2009 年の世界金融危機時にマイナスに転じて以降、2010 年から 2011 年にかけてはプラスへ転じており、中堅・中小企業への貸出態度 DI は良好である。

図表 12 2022 年格付取得中小企業社数と格付分布

		S&P	R&I	JCR
合計(社)		23	6	4
内訳 (社)	aaa	13	4	1
	aa	7	1	2
	a	1	1	1
	bbb	2	0	0
	bb	0	0	0
	b	0	0	0
	ccc	0	0	0

(注) 公表企業のみの数値

(出所) 各社ウェブサイトより筆者作成

図表 13 企業規模別のデットファイナンスにおける借入金と社債

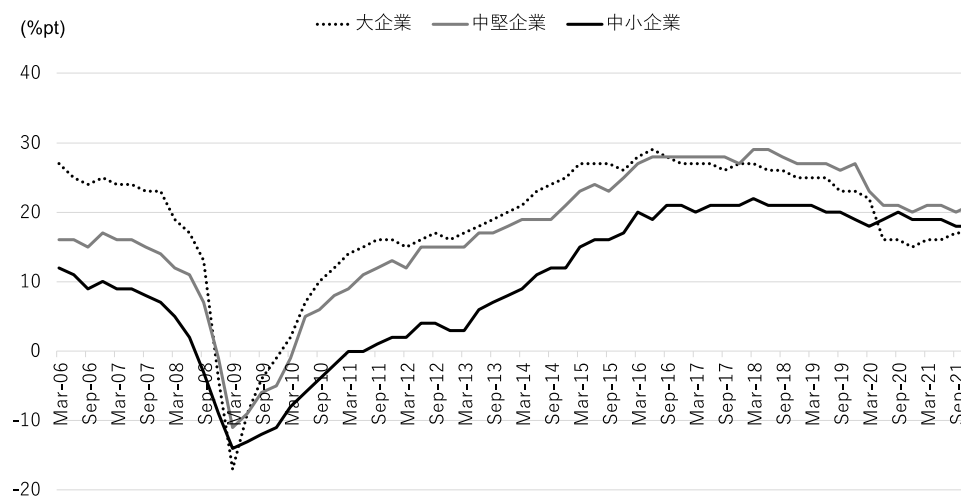
2014年度	会社数	金融機関借入金		社債	
	(社)	金額 (100万円)	比率	金額 (100万円)	比率
大企業	5,132	135,337,439	17.1%	48,209,092	6.1%
中堅企業	25,235	30,685,888	15.3%	990,639	0.5%
中小企業	992,716	125,499,603	27.0%	5,426,071	1.2%

2021年度	会社数	金融機関借入金		社債	
	(社)	金額 (100万円)	比率	金額 (100万円)	比率
大企業	4,807	168,438,691	16.0%	105,397,003	10.0%
中堅企業	25,885	35,302,489	13.3%	918,811	0.3%
中小企業	886,860	149,086,156	27.2%	5,480,984	1.0%

(注) 大企業を資本金 10 億円以上、中堅企業を資本金 1 億円以上 10 億円未満、中小企業を資本金 1000 万円以上 1 億円未満とする

(出所) 財務総合政策研究所 (2014)、財務総合政策研究所 (2021) より筆者作成

図表 14 国内金融機関の貸出態度 DI の推移

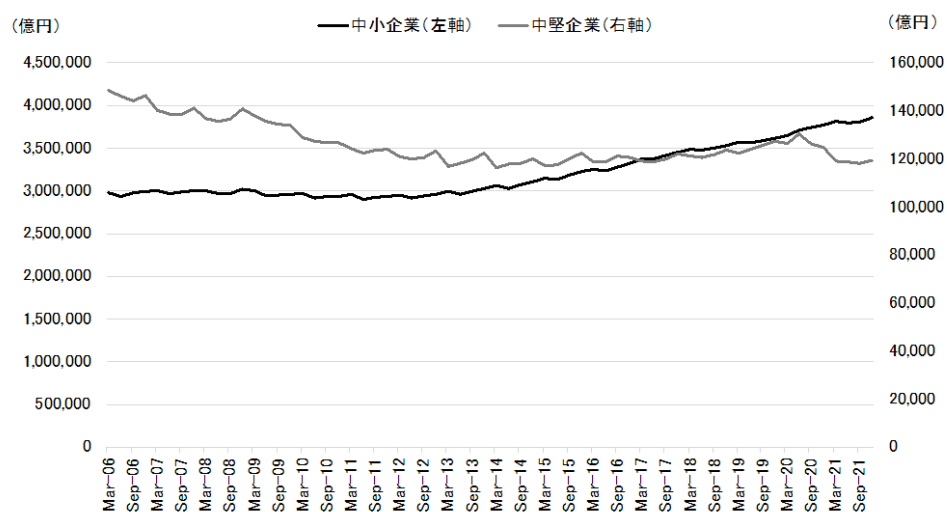


(出所) 日本銀行 (2022c) より筆者作成

また 2014 年から現在までの企業規模別の貸出金残高の推移をみると、図表 15 のとおり、中小企業の貸出金残高は緩やかに増加している。

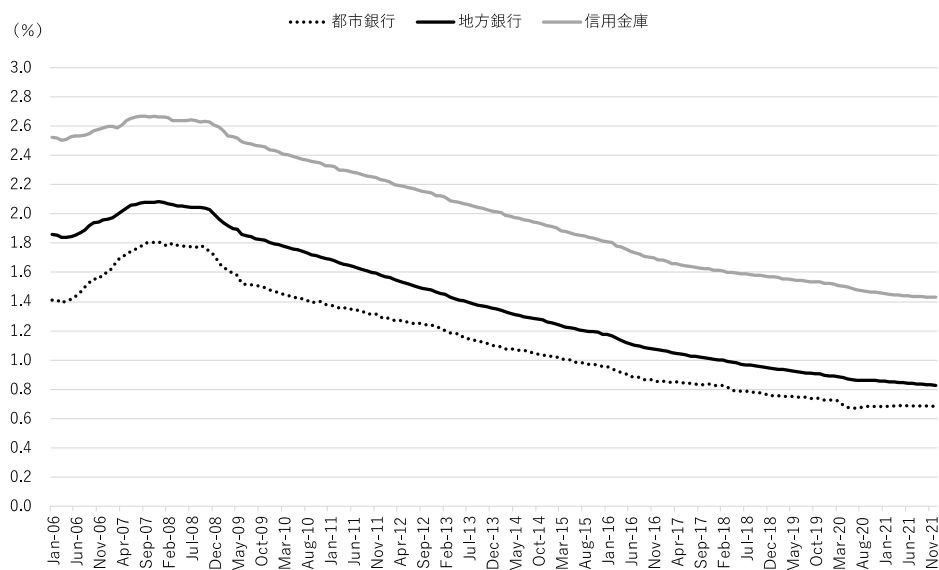
また中堅企業の貸出金残高も横ばいであり、大きな減少は見られない。

図表 15 企業規模別貸出残高の推移



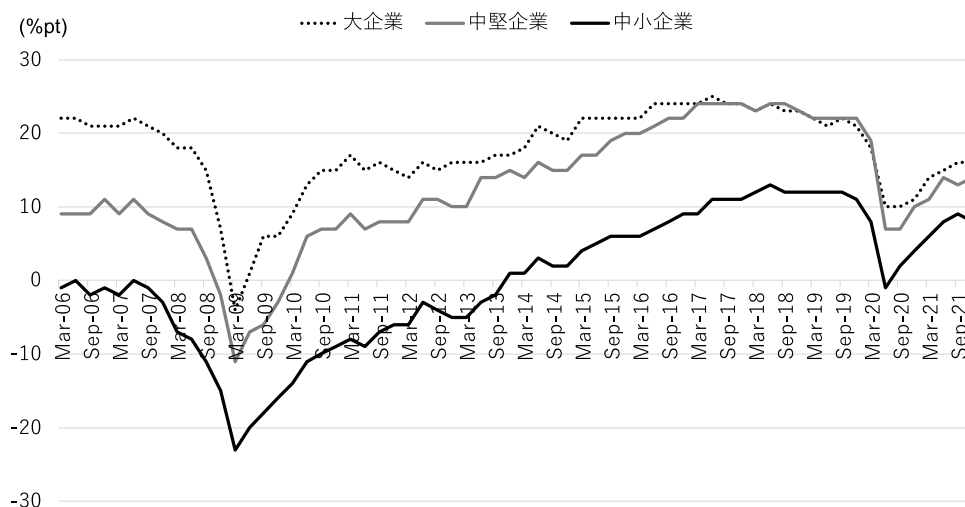
(出所) 日本銀行 (2022a) より筆者作成

図表 16 貸出約定平均金利の推移



(出所) 日本銀行 (2022b) より筆者作成

図表 17 中小企業の資金繰り DI の推移



(出所) 日本銀行 (2022c) より筆者作成

図表 16 は国内銀行の貸出約定金利の推移であるが、都市銀行、地方銀行、信用金庫ともに、世界金融危機以降ほとんどの時期において、低下していることが分かる。

これらをふまえて中小企業の資金繰りについて確認する。図表 17 は中小・中堅企業の資金繰り DI の推移である。中小・中堅企業は 2014 年から現在までは、新型コロナウイルスの影響時期を除いて大きく好転していることがうかがえる。特に中堅企業においては 2017 年から 2019 年にかけて大企業よりも資金繰りが良い状況にある。

以上から、中小・中堅企業格付の取得公表数の減少理由を考察する。2014 年から現在にかけての中小・中堅企業はおおむね資金繰りが改善するが続いていた。また金融機関の貸出態度も良好であり、貸出金の残高は中小企業では増加し、中堅企業においても大きな減少は見られない。貸出金利も全体的に低く抑えられていることが明らかとなった。したがってこのように、金融機関からの借入れが潤沢に利用できる状況においては、中小・中小企業格付には経営など

に対する一定の効果は認められたものの、2014 年時点では効果が最もみられた資金調達に対する格付取得および公表のインセンティブは、低下したものと推察される。

おわりに

本論文では中小・中堅企業に対して行われている信用格付について、格付取得公表企業に対して行ったアンケート調査と、中小・中堅企業の資金調達環境の変化を分析し、中小・中堅企業格付の取得公表数の変化の理由を考察した。アンケート調査からは格付を経営目標とし、取引における信頼性の向上などの効果が見られるほか、借入金利の低下や融資条件の軽減・解除など、特に資金調達における効果が明らかとなった。一方で資金調達環境の変化をみると、中小・中堅企業の資金調達は依然として金融機関の借入れが主である状況において、金融機関貸出は良好に推移しており、貸出金利は継続的に低下していたため、中小・中堅企業の資金繰りは継続的に改善している。こうした背景から、中小・中堅企業格付の取得公表企業が全体的に

減少している状況について、中小・中堅企業の主たる資金調達方法である借入れが潤沢に利用できる現状においては、企業が格付を取得し公表するインセンティブが低下したものと推察することができる。また中小・中堅企業の社債利用に大きな変化は見られず、資金調達の多様化は大きく進んでいない。この点については今後、日本と同様に中小・中堅企業格付が行われており、中小・中堅企業の資金調達手段の多様化に取り組んでいる欧州や米国との比較を通じて考察する必要がある。

参考文献

OECD (2018) Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard.

鹿野嘉昭 (2008) 『日本の中小企業 CRD データにみる経営と財務の実像』, 東洋経済新報社。

中小企業庁 (2022a) 『中小企業白書』2022年版。

成松恭多 (2008) 「SME 格付けの概要と日本の中堅・中小企業市場における格付けの役割」『日本財務管理研究』, 日本財務管理学会, Vol.19, 8-14 頁。

古谷仁志 (2017) 「R&I 中堅企業格付の現状」, Credit Express for Credit Professionals, 7 月。

財務総合政策研究所 (2014) 「法人企業統計調査」, 2014 年度, 財務省。

財務総合政策研究所 (2021) 「法人企業統計調査」, 2021 年度, 財務省。

日本銀行 (2022a) 「貸出先別貸出金」統計。

日本銀行 (2022b) 「貸出約定平均金利」統計。

日本銀行 (2022c) 「全国企業短期経済観測調査」時系列データ。

中小企業庁 (2016) 「都道府県・大都市別企業数、常用雇用者数、従業者数 (民営、非一次産業、2014 年)」。

中小企業庁 (2022b) 「中小企業の基礎データ」, https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/basic_data/index.html, 最終閲覧日 2022 年 12 月 26 日。

格付投資情報センターウェブサイト「R&I 中堅企業格付」,

<https://www.r-i.co.jp/jpn/ancil/sme/>, 最終閲覧日 2022 年 12 月 26 日。

企業財務格付機構ウェブサイト「日本 SME 格付け」, <http://www.kakuduke.co.jp>, 最終閲覧日 2022 年 12 月 26 日。

日本格付研究所ウェブサイト, 「JCR 中堅・中小企業格付」,

<http://www.jcr.co.jp/jcrest/>, 最終閲覧日 2022 年 12 月 26 日。

Standard and Poor's Rating Services (S&P) ウェブサイト「日本 SME 格付け」,

<http://www.standardandpoors.com/ratings/smeratings/jp/jp>, 最終閲覧日 2014 年 9 月 3 日。

【第1回年次大会プログラム】

第1回 日本信用格付学会・年次大会

開催日時： 2022年6月12日（日曜日） 9:30am～6:30pm

形式 Zoomによるオンライン開催

午前の部 9:30～11:40 開会式・記念講演（講演者・報告者：敬称略）

司会者：田村香月子（関西大学商学部准教授）

開会の挨拶 9:30～9:40

日本信用格付学会・会長 黒沢義孝氏（日本大学名誉教授）

記念講演1 9:50～10:20

講演者：石村幸三氏（金融庁・監督局・参事官）

演題：「日本信用格付学会に期待すること」

記念講演2 10:30～11:00

講演者：根本直子氏（早稲田大学教授）

演題：「金融市場における信用格付の意義と課題」

記念講演3 11:10～11:40

講演者 大洞聖子氏（S&P グローバルジャパン・マネジングディレクター）

演題：「気候変動(SDGs)及び企業の社会的責任(ESG)に対する格付会社の
対応」

12:30～13:00 理事会開催

議題メモ：①予算。②新入会員入会の審議、③学会誌編集委員長の報告、④新入会員の拡大等

午後の部 13:00～17:50（報告30分・討論10分・質疑10分）

司会者：目 篤（総務省・政策統括官室副統計審査官）

自由論題・報告1 13:00 ~ 13:50

報告者：廣瀬和貞氏（アジアエネルギー研究所・代表）

論題：「信用格付け分析における定性評価の重要性・日本の大手電力会社の格付けを題材に」

討論者：森田隆大氏（ワールド・ゴールド・カウンシル顧問・森田アソシエイツ代表）

自由論題・報告2 14:00 ~ 14:50

報告者：久保田 穰氏（大和証券・上席審議役）

論題：「企業グループの格付」

討論者：目 篤氏

自由論題・報告3 15:00 ~ 15:50

報告者：香月康伸氏（みずほ証券・SDGs プライマリーアナリスト）

論題：「サステナブルファイナンスにおける格付けの役割」

討論者：江夏あかね氏（野村資本市場研究所・野村サステナビリティ研究センター長）

自由論題・報告4 16:00 ~ 16:50

報告者：村松 健氏（SBI 金融経済研究所・事務局次長兼企画管理部次長）

論題：「デジタル時代の信用格付に関する考察」

討論者：酒巻雅純（日本取引所グループ東京証券取引所）

自由論題・報告5 17:00 ~ 17:50

報告者：田村香月子氏（関西大学・准教授）

論題：「中小・中堅企業の格付け」

討論者：黒沢義孝氏

会員総会 18:00 ~ 18:20 議題：理事会審議内容決議と報告

閉会の辞 18:20 ~ 18:30

大会準備委員長 箕輪徳二（埼玉大学名誉教授）

以上

編集後記

会員、特別招待の皆様のご理解とご協力をいただき、『年報信用格付年報』第1号が刊行されました。昨年6月12日、官・民にわたる有識者・実務家・研究者がオンライン形式にて多数参集し、日本信用格付学会第1回記念大会が開催されました。記念講演、自由論題の報告が行われ、活発な質疑が交わされました。特別招聘の皆さまからは、大会の後、重要で繁忙な業務の合間を縫って、大会記念講演をもとに執筆していただき、貴重な論文をご提出いただきました。報告論文につきましては、学術研究者・実務家からなる会員の皆さまにより論文の提出があり、学術的価値を確かめるべくレフリーにより審議評価がなされてクリアされました。これらの特別招待論文3本、報告論文2本は、現代の格付をめぐる最先端の知見・示唆を大いに含み、長い間の研究が生かされた学術的価値の高いものになっているものと思います。

本研究学会誌は、皆さまに支えられ、格付における研究発展に貢献することを目指しております。今後とも、積極的な投稿と大会報告をどうかよろしく願いいたします。

最後に、本学会誌に玉稿を寄せられました会員、特別招待の皆さまご各位、編集にご協力いただきました学会事務局並びにホームページ委員会に厚く御礼申し上げます。 (文責:目 篤)

2023年3月

『年報信用格付研究』編集委員会
委員長 目 篤 (総務省)
委員 江夏 あかね (野村資本市場研究所)
委員 黒沢 義孝 (日本大学名誉教授)
委員 田村 香月子 (関西大学)

年報 信用格付研究 第1号

■発行日	2023年5月1日
■編集発行人	日本信用格付学会
	ホームページアドレス: https://www.cra-j.org/
	TEL: 090-3427-7403
	E-mail: shinyoukakuduke@outlook.jp
