

2013.11

企業リスクインフォ <2013 年度第 4 号>

格付機関による事業会社のERM評価

はじめに

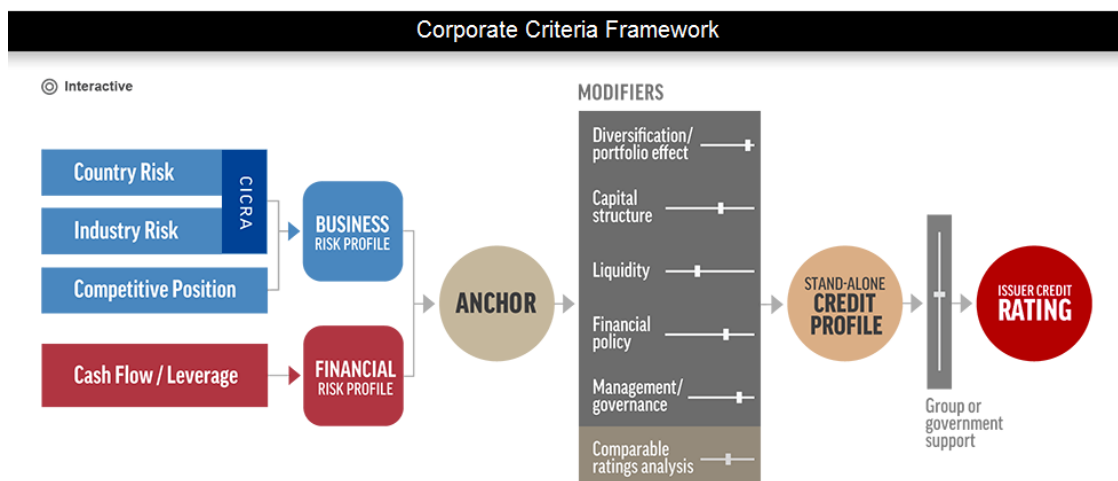
ERM (Enterprise Risk Management) は、2004 年 9 月に COSO (米国のトレッドウェイ委員会組織委員会の略) から公表された全社的リスクマネジメントに関するフレームワークに端を発するリスク管理手法のことをいうが、格付機関が実施する格付において、金融機関のみならず事業会社においてもERMが考慮され始めている。現在、格付は事業会社における資金調達コストに大きな影響を与えるキーフアクターとなっており、事業会社としても格付機関の動向には注視しておく必要がある。

本稿では、格付機関であるスタンダード&プアーズ レーティング・サービスズ社 (以下、S & P 社という) および格付投資情報センター社 (以下、R & I 社という) における事業会社の格付手法を簡単に概観し、事業会社に求められるERMについて解説する。

1. S & P 社における事業会社の格付手法

- ① S & P 社における企業分析では、公正かつ公平に、しかも顕著な問題がすべて考慮されるよう【図 1】のように分析プロセスが整理されており、その分析プロセスに基づいて格付が実施されている。
- ② 各分析プロセスで考慮されているリスクとして、一方でカントリーリスク、産業リスク、競争上の地位を踏まえて事業リスクが判断され、他方でキャッシュフロー／レバレッジを踏まえて財務上のリスクが判断され、両者によって一次的な拠り所 (アンカー) が決定される。
- ③ さらに、アンカーの修正要因として、多様性・ポートフォリオ効果、資本構成、流動性、財務政策、マネジメント・ガバナンス、同等の格付け分析などが考慮され、単体での信用プロフィールが判断される。
- ④ そして最後に、グループや母国からの支援が加味されて、最終的な発行体の信用レートが決定され、格付において実施する分析プロセスが完了する。

なお、事業会社の分析プロセスにおいて、ERMは、マネジメント／ガバナンスという修正要因において考慮されるものと思われるが、どれほどの比重が置かれているのかという点は明らかでない (なお、金融機関においては後述の通り、ERM評価プロセスが存在している)。もっとも、ERMのマネジメントサイクルを回してリスクが低減できれば、自ずとマネジメント／ガバナンス以外の分析プロセスにおいて考慮されるという関係にあるといえる。

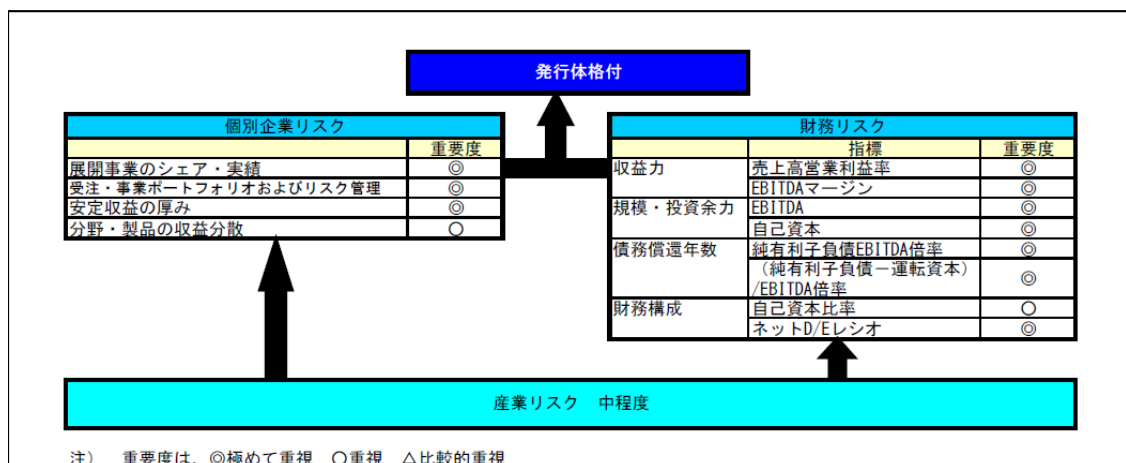


【図1】S & P社「Corporate Criteria Framework」より引用（注1）

2. R & I 社における事業会社（社会インフラ・プラント）格付け手法

- ① R & I 社における企業分析においても、S & P 社と同様に、分析プロセスが【図2】のように整理されている。（R & I 社では、業種別に格付手法を設定しており、以下では、社会インフラ・プラントを例に話を進める。）同社では、産業リスクにおける検討を踏まえて、個別企業リスク、財務リスクを分析した上で、発行体の格付が実施されている。
- ② 各分析プロセスで考慮されているリスクとして、産業リスクにおいては、市場規模・市場成長性・市場のボラティリティ（変動性）、業界構造・競争状況、顧客の継続性・安定性、設備・在庫投資サイクル、保護・規制・公共性、コスト構造など、産業一般に関わるマクロ視点でのリスク分析が行われる。
- ③ その後、ミクロ視点での個別企業リスクの分析が行われるが、事業シェア・実績、受注・事業ポートフォリオおよびリスク管理、安定収益の厚み、分野・製品の収益分散などが考慮される。
- ④ さらに、財務リスクについては、収益力、規模・投資余力、債務償還年数、財務構成に関する項目を、さらに詳細な分析指標を設定する形で財務分析が実施され、格付において実施する分析プロセスが完了する。

これらの分析プロセスにおいて、ERMは個別企業のリスク分析において考慮される事項であると思われるが、R & I 社がHP上に公開している業種別の格付手法を見ると、業種によっては事業会社のリスク管理が分析項目として明示されていない業種も存在することから、リスク管理を分析項目として重視する業種とそうでない業種とが分かれている可能性がある。もっとも、前述したとおりERMのマネジメントサイクルを回すことでリスクが低減できれば、その結果がその他の分析プロセスにおいて考慮されるという関係にあるといえる。



【図2】投資格付情報センター「業種別格付方法/社会インフラ・プラント」より引用

3. 格付機関における格付手法の特徴

① 格付手法の枠組み

S & P 社、R & I 社の格付手法は、いずれも各社独自の調査・研究をもとに設定されたものと拝察されるが、マクロ視点での産業リスク分析、ミクロ視点での（分析対象会社の）事業リスクの定性/定量分析、財務リスクの定量分析という大きく3つのフェーズに分けて分析が進められ、分析結果を踏まえた協議のもと最終的な格付が実施されているという特徴が見て取れる。

② 現状における格付手法の枠組みの限界

また、格付機関は、債券投資をおこなう投資家向けに信用リスクに関する情報を提供する目的を有していることから、財務リスクを中心に分析が行われている点が特徴的であるものの、財務リスクの定量分析は、あくまで過去の実績をもとに算出されるものであり、また、付与される格付も将来におけるデフォルト率を示すものではなく、一定の限界が存在するものと思われる。

③ 格付手法の高度化・精緻化

このような一定の限界を踏まえて、格付機関においては、格付の信頼性・信ぴょう性を維持するため、事業会社の将来における損失のボラティリティ（変動性）低減に影響を与えるERMを評価しはじめており、今後その流れは加速していくことが想定される。

実際に、R & I 社では、特定の業種においてはリスク管理を分析対象として明示しており、また、S & P 社においても、事業会社の格付け規準の意見募集に際して、「格付け規準は既存の格付け分析の基礎に改良を加え、フォワードルッキングな分析を支えるとともに、S & P 社の格付け手法をより明確にする」というコメントが出されている。

4. 事業会社に求められるERM

事業会社としては上記格付手法を踏まえてどのようなERMが求められるのかということに関心が移るものと思われる。自社独自のリスクマネジメントシステムやCOSO ERM、ISO 31000などのガイドラインに基づいたリスクマネジメントを導入するなど、リスクマネジメントの取り組み状況は様々であると考えられるが、重要な点は、将来にわたって損失のボラティリティ（変動性）を低減し、安定的に収益およびキャッシュフローを生み出すための活動や態勢が第三者から見て十分と評価されるか否かということにある。

ちなみに、2008年にS&P社が、（保険会社向けであるが、）評価項目として提示したERM評価プロセスにおける4つの構成要素を以下の通り提示している。リスクマネジメントの取り組みを実施するにあたっては、以下のような観点が充足されているかどうかということに配慮しつつ、リスクマネジメントを運営・実施していくことが望ましいといえる。

- ① リスクマネジメント・カルチャーとガバナンス(リスク管理文化)
- ② 既存のリスクに対するコントロール
- ③ 新たなリスクへの対応(エマージング・リスク管理)
- ④ 戦略的リスクマネジメント

加えて、これらの取り組みをステークホルダーに適時適切に伝達していくというコミュニケーションも大変重要な要素となる。格付機関等をはじめとする第三者に対して合理的な説明を行うためには、ルールに基づいて体系だった取り組みが実施されていること、そのプロセスや実効性がエビデンスを用いて説明できることが最低限必要になる。対外的に合理的に説明可能か否かという観点からERM態勢を構築しておくことが望ましいといえる。

おわりに

本文においては、格付機関における事業会社のERM評価という点から解説を試みたが、格付を取得している事業会社において、高格付を取得するために形式的にERMを充足することは本末転倒である。格付機関における事業会社のERM評価を、あくまでERM見直しのきっかけと捉え、ERMに取り組んだ結果として、損失のボラティリティ（変動性）が低減され、収益またはキャッシュフローが安定し、高格付に至るという王道を目指すべきである。

他方、格付を取得していない事業会社も格付機関における事業会社のERM評価を軽視することはできない。すなわち、融資を実行する金融機関等においても内部的な格付が存在しており、格付機関によるこれらの取り組みが金融機関における格付手法の見直しに影響を与えることは十分想定されるからである。

時代とともにリスクが複雑化・巨大化するのに伴い、格付機関における格付手法も高度化・精緻化され、事業会社のERM評価が明示的に格付手法に組み込まれようとしている。この潮流を先取りするべく、ERM態勢の見直しをお勧めしたい。

以上

【参考資料】

『Corporate Criteria Framework』 Standard & Poor's Financial Services LLC

<https://ratings.standardandpoors.com/corporates/Advanced-Notice-of-Proposed-Criteria-Change.html>（アクセス日：2013年10月21日）

『Enterprise Risk Management Evaluation Process』 Standard & Poor's Financial Services LLC

<http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245351313263>（アクセス日：2013年10月21日）

『業種別格付方法/社会インフラ・プラント』（株）投資格付情報センター

<http://www.r-i.co.jp/jpn/cfp/about/methodology/index.html>（アクセス日 2013年10月21日）

『格付会社のERM確認項目を用いた事業会社向けERMチェックリスト』（社）日本内部監査協会

『JIS Q 31000:2010 リスクマネジメントー原則及び指針』（社）日本規格協会

『COSO Enterprise Risk Management - Integrated Framework』 COSO

以上

（文責：コンサルティング第一部 ERM グループ 主任コンサルタント 釜瀬 幸一郎）

株式会社インターリスク総研は、MS&AD インシュアランスグループに属する、リスクマネジメント専門のコンサルティング会社です。ERM のコンサルティングに関するお問い合わせ・お申込み等は、下記の弊社お問い合わせ先、または、お近くのあいおいニッセイ同和損保、三井住友海上の各社営業担当までお気軽にお寄せ下さい。

お問い合わせ先

（株）インターリスク総研 コンサルティング第一部

TEL.03-5296-8914 <http://www.irric.co.jp/>

ISO31000準拠！ ERM（全社リスク管理）コンサルティング

企業価値向上に資する全体最適の観点から、企業を取り巻く様々なリスクを全社的に管理するために、貴社の実状に即した効果的・効率的な体制づくりを支援します。既に体制構築されている場合の実効性を高めるための取組み推進や、各種個別課題解決のご支援も可能です。

ERMコンサルティングはISO31000に準拠したメニューを活用・応用して実施します。

不許複製／Copyright 株式会社インターリスク総研 2013