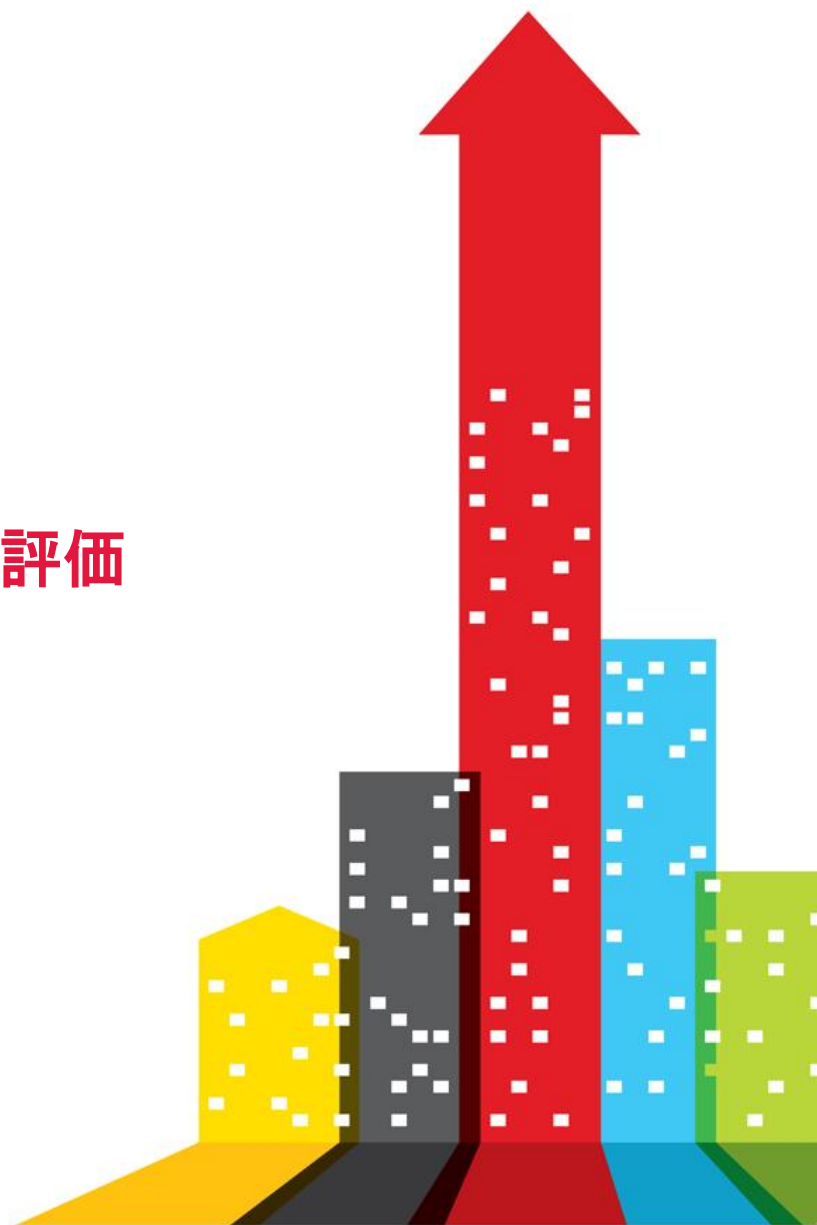


「コーポレート・ガバナンスの対話の在り方」 経済産業省

経営陣とガバナンスに関する信用力評価

柴田 宏樹
事業法人及び公益事業格付部
主席アナリスト
スタンダード & プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社

2012年12月



- S&Pの信用力分析の枠組み
- 経営陣とガバナンスに関する信用力評価
- ガバナンスに関する評価項目と評価事例
- 具体例（Management & Governanceの評価）

事業リスクプロフィールと財務リスクプロフィールのマトリックス

信用格付けは、事業リスクプロフィールと財務リスクプロフィールの分析結果の組み合わせによって導き出される。

	財務リスクプロフィール					
事業リスクプロフィール	Minimal 極めて強い	Modest 強い	Intermediate 中位	Significant やや非保守的	Aggressive 非保守的	Highly Leveraged 極めて非保守的
Excellent 極めて強い	AAA/AA+	AA	A	A-	BBB	--
Strong 強い	AA	A	A-	BBB	BB	BB-
Satisfactory 中位	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-	B+
Fair やや弱い	--	BBB-	BB+	BB	BB-	B
Weak 弱い	--	--	BB	BB-	B+	B-
Vulnerable 非常に弱い	--	--	--	B+	B	B- or below

S&Pの信用力分析の主な分析項目（事業会社）

The Management And Governance Score Modifies The Business Risk Profile

事業リスクプロフィール _____

カントリー(ソブリン)・リスク _____

産業の特徴・リスク要因 _____

競合的地位・市場地位(技術力、
コスト効率、マーケティング等) _____

収益力・同業他社比較 _____

Management & Strategy _____

財務リスクプロフィール _____

会計的特徴・情報リスク _____

財務方針 _____

キャッシュフロー _____

資本構成・資産の質 _____

流動性 _____

事業会社格付け _____

**STANDARD
& POOR'S**
RATINGS SERVICES

経営陣とガバナンスに関する信用力評価項目

Management			Governance	
Positive	Neutral	Negative	Neutral	Negative
1. Strategic planning process			1. Board effectiveness	
2. Consistency of strategy with organizational capabilities and marketplace conditions			2. Entrepreneurial or controlling ownership	
3. Ability to track, adjust and control execution of strategy			3. Management culture	
4. Comprehensiveness of enterprise-wide risk management standards and tolerances			4. Regulatory, tax or legal infractions	
5. Standards for operational performance			5. Communication of messages	
6. Management's operational effectiveness			6. Internal controls	
7. Management's expertise and experience			7. Financial reporting and transparency	
8. Management's depth and breadth				

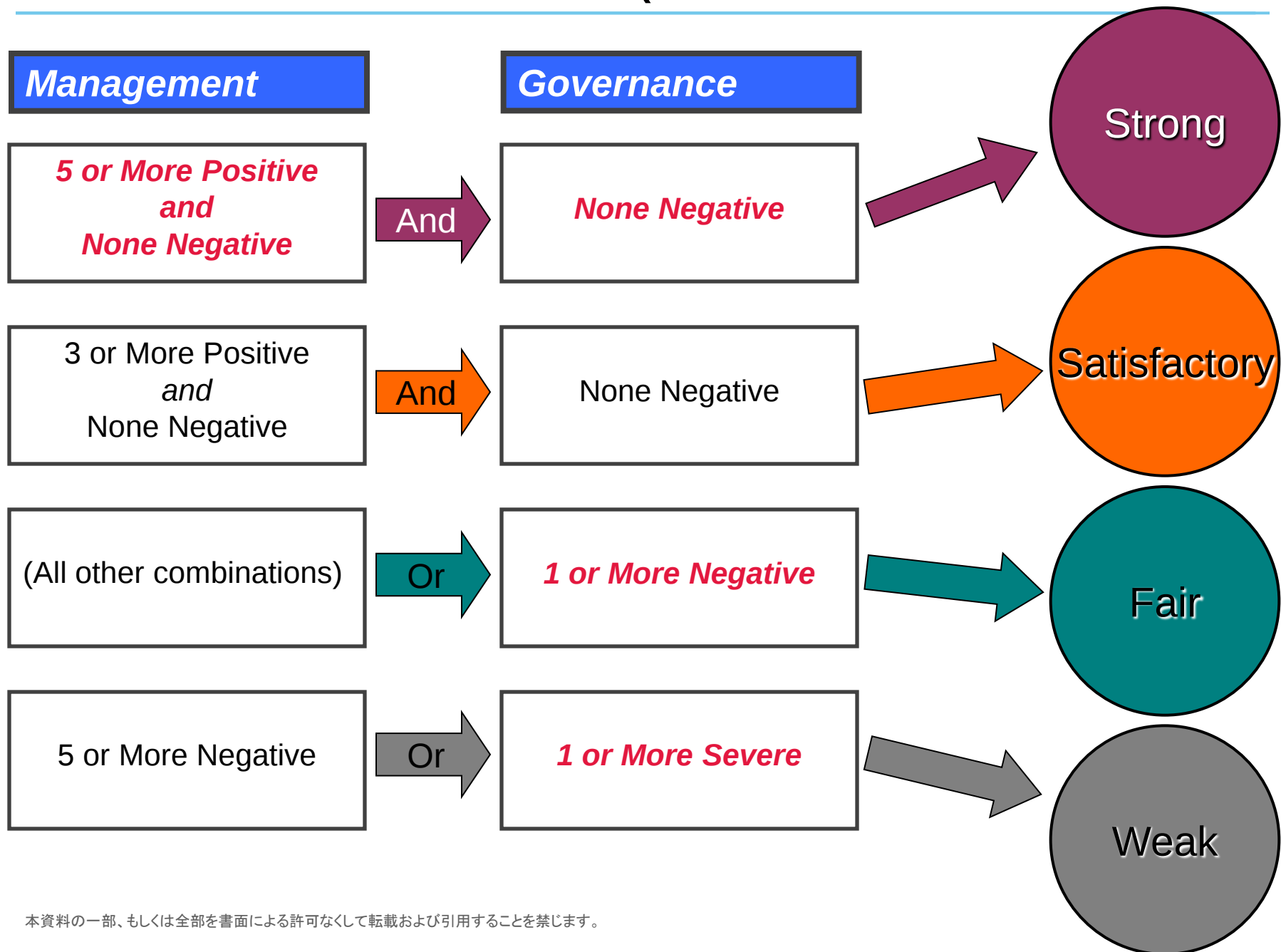


- Scoring is evidence-based.
- Assign a neutral score for any subfactor for which there is insufficient evidence to assign either a positive or negative.
- Some subfactors may receive a negative score if an enterprise fails to disclose key information.

**STANDARD
& POOR'S**
RATINGS SERVICES

本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載および引用することを禁じます。

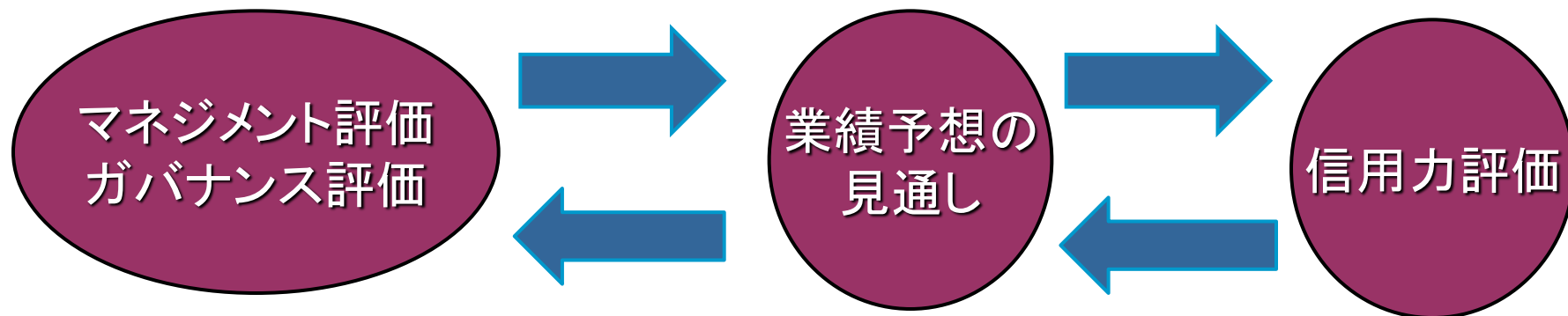
経営陣とガバナンスの総合評価の決定(4段階評価)



経営陣とガバナンスのスコアと信用格付けへの影響

「コーポレート・ガバナンスがしっかりしていれば、業績予想の確度が高いという実感」は本当か？

～ 業績予想の確度が高いことは(予見性が高い)、将来の利益・キャッシュフローによる債務の償還見通しに関する信頼度が高まり、信用力評価上はややプラスにみることもできる ～



New criteria provide a way to more transparently identify the role played by management and governance.

□ All else being equal, a ‘Weak’ management & government score would typically in a lower rating than if the company had a ‘Fair’ score, although it could be a much greater adjustment depending on the severity of the deficiency.

□ A ‘Strong’ score could result in a higher rating among otherwise like companies.

**STANDARD
& POOR'S**
RATINGS SERVICES

ガバナンスに関する評価項目(1)と評価事例

1. *Board effectiveness*

Negative

Board manifests a lack of independence from management and provides insufficient oversight and scrutiny of key enterprise risks, compensation and/or unmanaged conflicts of interest.

(North America – Telecom)

“Board consists of 7 Directors; none are independent... The company is a ‘controlled company’ since one investor and affiliates own more than 50% of the voting equity interest... The company does not have an Audit Committee.”



本引用することを禁じます。

ガバナンスに関する評価項目(2)と評価事例

2. *Entrepreneurial or controlling ownership*

Neutral

Management and the board of directors have professional, independent members who are capably engaged in risk oversight on behalf of all stakeholders, including minority interests. The influence of controlling shareholders is offset by risk-aware professional management and a board that effectively serves the interests of all stakeholders.

(EMEA – Metals & Mining)

“The family controls 42% of shares, xxx is Chairman and CEO, his son yyy is CFO. However, this is mitigated by the majority of the independent directors in the Board.”



なくして転載および引用することを禁じます。

ガバナンスに関する評価項目(3)と評価事例

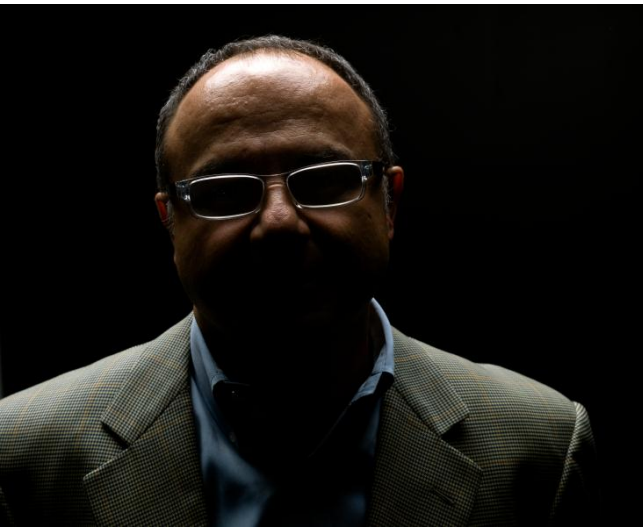
3. *Management culture*

Negative

Management's interests (or those of a narrow group of stakeholders) are primary concern; dissent in executive suite generally not tolerated, or where management incapable of managing conflicts between stakeholder groups. Excessive turnover can be deficiency indicator. Alternatively, management dominates board, as demonstrated by control exercised by the chair or CEO, or as by compensation and incentive programs that promote outsize risk taking.

(North America – Utilities)

“... abrupt leadership changes at the company have heightened regulatory risk... We believe the decision to change the CEO immediately after his appointment was a foregone conclusion... management and the board have a journey ahead to restore their credibility ...”



および引用することを禁じます。

**STANDARD
& POOR'S**
RATINGS SERVICES

ガバナンスに関する評価項目(4)と評価事例

4. *Regulatory, tax, or legal infractions*

Negative

Enterprise has a history of regulatory, tax, or legal infractions beyond an isolated episode or outside industry norms, representing significant risk to the enterprise.

(North America – Media & Entertainment)

“The company is under criminal investigation in the UK, and potentially the US, and faces potential criminal and civil litigation stemming from phone hacking allegations. We view these as significant risks to the company's reputation, current management, and client/regulatory relationships.”



とを禁じます。

ガバナンスに関する評価項目(5)と評価事例

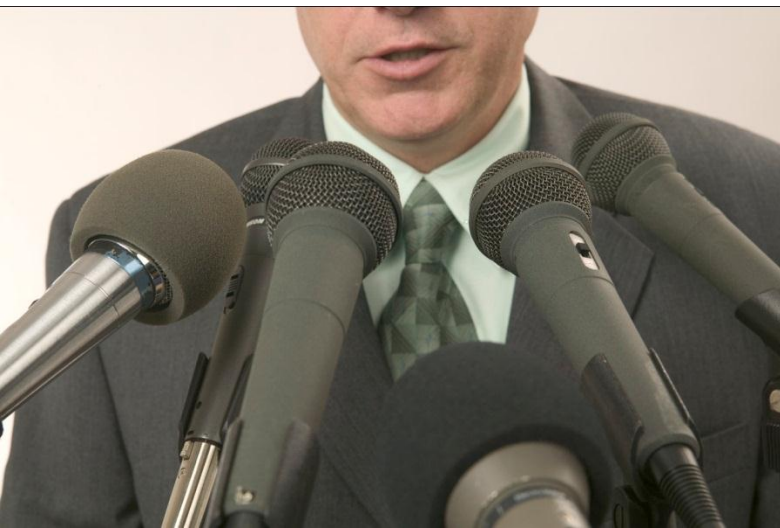
5. *Communication of messages*

Negative

Enterprise communicates conflicting information to different stakeholders on significant issues.

(North America – Capital Goods)

“Although we believe financial policy is relatively conservative ... they still are not very forthcoming with information. For instance, 2 weeks after a meeting in which they said tuck-in acquisitions were possible, they announced a large deal. The company also hesitant to share forecasts.”



ことを禁じます。

ガバナンスに関する評価項目(6)と評価事例

6. *Internal controls*

Negative

Enterprise's internal control environment is viewed as deficient based on available evidence, such as restatements or delays in filings.

(EMEA – Consumer Products)

“.... announced that the accounting review was still ongoing and that it might not be able to file its second-quarter results by Aug. 14, 2012, as requested by the SEC.”



ガバナンスに関する評価項目(7)と評価事例

7. *Financial reporting and transparency*

Negative

Enterprise's financial statements obfuscate true intent or economic drivers of key transactions, or financial statements insufficient to allow users to understand intent and economic drivers.

(EMEA – Consumer Products)

“... received a qualified opinion report on its 2011 results under International Financial Reporting Standards from auditor because of a lack of adequate documentary evidence for \$66 million in sales transactions.”



許可なくして転載および引用することを禁じます。

具体例（Management & Governanceの評価）

Managementの評価

- 業績について厳格・意欲的だが、合理的な目標を設定している場合、その企業の業績目標の評価は「ポジティブ」となる。業務運営上予期せぬ行動がみられても企業の戦略を妨げることはほとんどない。
- 達成可能で、業界の平均に近い目標を設定している企業の評価は「中位」となる。S&Pの見解で、企業が1) 設定した目標水準が低い、2) または設定した目標を達成するために必要な手段、規律、経営陣のコミットメントがない——場合、評価は「ネガティブ」となる。

具体例：

Governanceの評価

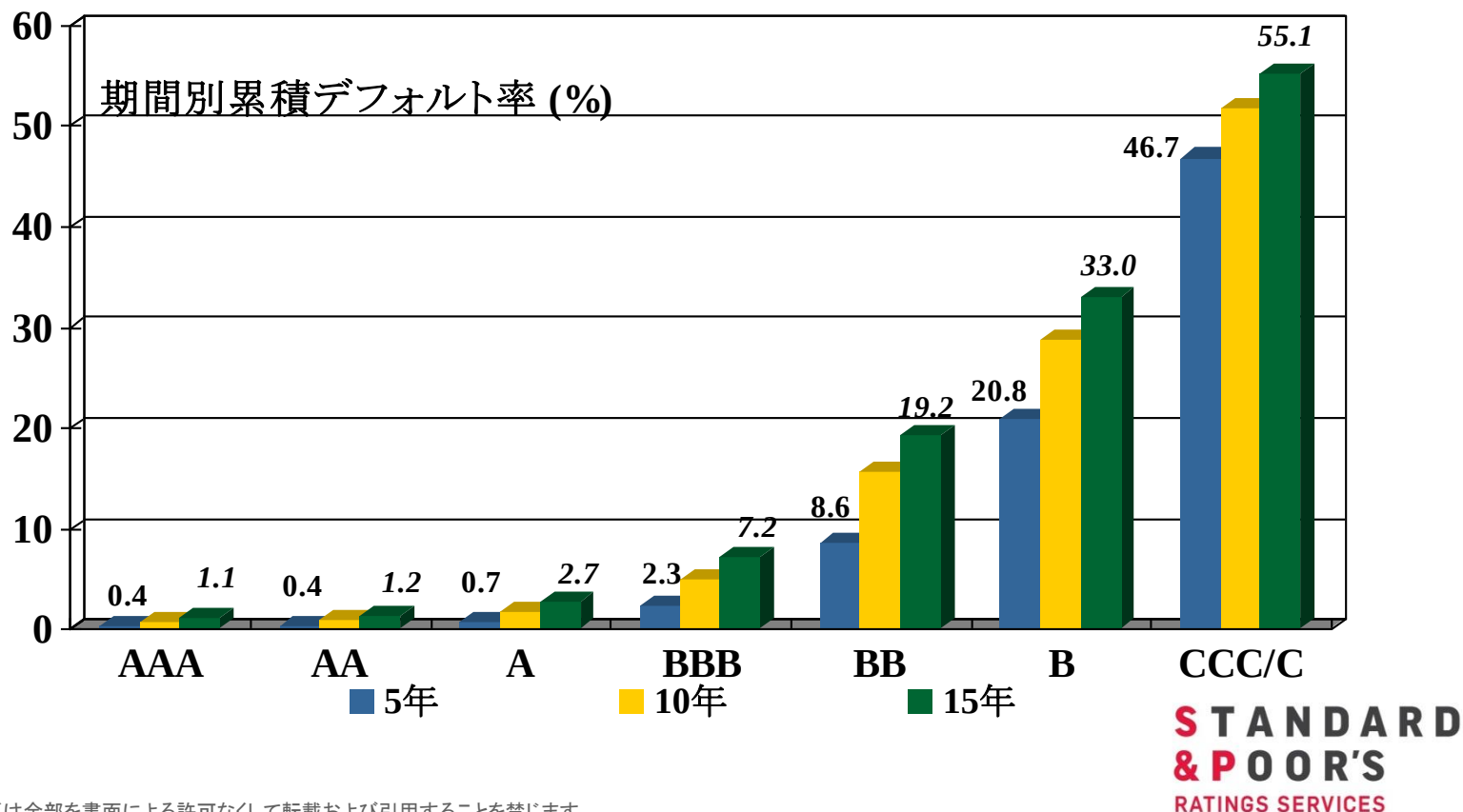
- ガバナンスの分析結果による影響は、「中位（影響を与えない）」か「ネガティブ」のいずれか
- ガバナンスに欠陥があれば、企業全体のリスクが増大する可能性があることから、Management & Governanceの総合評価は「やや弱い(fair)」が上限。ガバナンスの1項目の欠陥や、複数の欠陥の組み合わせが深刻とみなされる場合には、Management & Governanceの総合評価は「弱い(weak)」。
- 単独で「ネガティブ」と評価されたガバナンスの内訳項目や、同じく「ネガティブ」と評価された他の内訳項目との組み合わせにより、戦略の遂行やリスクを管理する企業の能力が弱体化している場合は、ガバナンスの欠陥は深刻である。

具体例：

S&P格付けとデフォルトの関係（1981年から2011年までの全世界での実績）

➤ 格付けとデフォルトの高い相関関係

意味：過去31年の調査期間中で、当初 BBB格で格付けされていた企業群のうち、5年間でデフォルトした割合は2.3%。



STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES

www.standardandpoors.co.jp

www.standardandpoors.com

Copyright © 2012 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ(信用格付、信用関連分析およびデータ、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む)及びこれらのいかなる部分(以下「本コンテンツ」といいます。)(以下「本コンテンツ」といいます。))について、スタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーまたはその関連会社(以下、総称して「スタンダード・アンド・プアーズ」)による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

スタンダード・アンド・プアーズ、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人(以下、総称して「スタンダード・アンド・プアーズ関係者」)はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。スタンダード・アンド・プアーズ関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏(過失であれその他の理由によるものであれ)、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。スタンダード・アンド・プアーズ関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられないことがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、スタンダード・アンド・プアーズ関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別ないし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失(損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません)に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。スタンダード・アンド・プアーズの意見、分析、格付けの承認に関する決定(以下に述べる)は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。スタンダード・アンド・プアーズは、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やその他のいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替してはならないものとします。スタンダード・アンド・プアーズは「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。スタンダード・アンド・プアーズは、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。

ある国の規制当局が格付け会社に対して、他国で発行された格付けを規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、スタンダード・アンド・プアーズは、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有する。スタンダード・アンド・プアーズ関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。スタンダード・アンド・プアーズは、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、スタンダード・アンド・プアーズの特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。スタンダード・アンド・プアーズは各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

スタンダード・アンド・プアーズは、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。スタンダード・アンド・プアーズは、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。スタンダード・アンド・プアーズの公開信用格付と分析は、無料サイトのwww.standardandpoors.com、そして、購読契約による有料サイトのwww.ratingsdirect.comおよびwww.globalcreditportal.comで閲覧できるほか、スタンダード・アンド・プアーズによる配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.standardandpoors.com/usratingsfeesに掲載しています。

S&Pの格付けについて: スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングズ・サービスズが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けているスタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付(以下「登録格付」と)と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付(以下「無登録格付」)があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト(www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。